

Guvernanța întreprinderii, pârgie indispensabilă a politicii de maximizare a bogăției acționarilor și complementele ei contemporane

■

Niculae Feleagă

Profesor universitar doctor

Liliana Feleagă

Profesor universitar doctor

Academia de Studii Economice București

Abstract. *After the Second World War, in USA and in the capitalist Europe, a new economic growth regime emerges, known under the name of: the “ford regime”. This regime is based on four main institutional issues: the “ford” wage proportion – which organises the sharing of productivity gains; the active economic policies – budget and monetary ones; the “providence” status – given by a social security system based on social classes and generations’ solidarity; financial systems – meant to ensure the financing of the productive capital accumulation through bank credits. Beginning with the 70’s, the international finances raised their powers within a globalization context. The financial globalization is a process of capital markets’ interaction both at a national and international level – a fact that leads to a world unified cash flow market. Corporate governance is often presented as one of the key institutions of the new capitalism. The theoretical and classical hypothesis, which lies at the base of the Anglo-Saxon governance model, is the one saying that a company’s managers and shareholders have opposite interests. The managers are seeking to take advantage of their status and financial powers because of the inside-business information they hold, all by damaging the shareholders. The “agency theory” is meant either to explain and detail the organisational models as ways to solve conflicts or reduce involved costs (all leading to a “positive agency theory” -PAT), or to allow the reduction of these conflicts’ costs (leading to a “normative/prescriptive agency theory”). The new corporate governance models have as objective the reduction of the informational asymmetry, and of guiding the business leaders towards managing the company in the interests of the shareholders by placing all operations in the area of maximising the value per share. Beyond this approach, many countries adopt a governance model where the company is seen as a social construction, resulting from the interaction of all participating parties. In this case, the main idea is that if on short-term, the company doesn’t focus on maximising exclusively the shareholders’ interests, the economic entity will not be able to actually develop, and on long-term this would have a negative impact on the shareholders.*

Key words: the study of corporate governance; internal and external controlled mechanisms of the corporate governance and performance; agency conflicts; agency cost; a wide range of stakeholders.

■

1. Introducere

Pentru a-și atinge obiectivele financiare, întreprinderile s-au dotat în ultimele decenii cu noi metode de gestiune, dintre care cea mai interesantă pare a fi metoda bazată pe valoarea adăugată (economic value added: EVA), indicator care se definește de manieră destul de simplă: este vorba

despre rezultatul economic al întreprinderii, după remunerarea ansamblului capitalurilor investite, îndatorare și fondurile proprii. Utilizarea acestei metode face parte din strategiile întreprinderilor orientate spre crearea de valoare acționarială.

O valoare adăugată economică pozitivă reprezintă faptul că managementul întreprinderii a reușit să creeze valoare în beneficiul acționarilor, în timpul unui exercițiu dat.

O atare abordare nu se limitează la furnizarea de indicatori pentru evaluarea performanțelor întreprinderii.

Pentru a atinge obiectivul de maximizare a valorii acționariale (shareholder value), întreprinderile au recurs, de asemenea, la tehnici evolute de inginerie financiară. Dar, mai ales, ele pun în operă politici precise, referitoare la:

(i) Fuziunile-achizițiile: adesea prezentate ca un mijloc de a crea valoare acționarială prin exploatarea sinergiilor între entitățile fuzionate și prin realizarea de economii pe scară.

(ii) Recentrarea asupra profesiunilor de bază ale întreprinderii: este un alt mijloc de a crea valoare în beneficiul acționarului; această politică conduce întreprinderile spre operația de abandonare a activităților pentru care rentabilitatea este inferioară celei prevăzute în limitele internaționale pretinse de investitori (benchmarking).

(iii) Reingineria (re-engineering) lanțurilor de valori reprezintă o pârghie pentru concentrarea activității cele mai rentabile a întreprinderii; principala metodă constă în externalizarea producției anumitor bunuri susceptibile să fie fabricate de o manieră mai competitivă de întreprinderile cu performanțe superioare în domeniile vizate.

(iv) Reducerea intensității de capitalizare este unul dintre mijloacele cele mai radicale de creștere a rentabilității capitalurilor proprii. Este vorba despre strategia de downsizing, care poate fi practică în mai multe moduri, cel mai spectaculos fiind dat de răscumpărarea de întreprindere a propriilor acțiuni, în cadrul procedurii de ofertă publică de răscumpărare a acțiunilor.

De trezeci și cinci de ani economiștii și juriștii tratează drept unul dintre subiectele favorite guvernanta întreprinderii. Numim guvernanta un ansamblu de dispozitive și de practici internaționale ale unei entități care permit să facă legitime funcțiile de autoritate exercitate direct de conducători și de reprezentanții organismelor de control. Managerii unei întreprinderi pot să semneze contracte, să cumpere, să vândă, să decidă execuția operațiilor financiare, să angajeze și să concedieze salariații etc.

În viața unei întreprinderi, două categorii de actori ocupă o poziție specială: (i) pe de o parte acționarii, deoarece drepturile lor patrimoniale nu se exercită decât în final, după ce ceilalți care au drepturi (creditori, furnizori, salariați etc.) au pus în valoare creanțele lor; acționarii își asumă riscul financiar care justifică însușirea unei părți din profitul exercițiului și din activul net rezidual, în cazul lichidării entității; (ii) pe de altă parte conducătorii, deoarece ei dispun de o informare privilegiată, având în vedere poziția pe care o ocupă în întreprindere și, ca atare, sunt tentați să profite prin a-și acorda avantaje semnificative sau, la modul general, să dirijeze entitatea

într-o direcție care le este folositoare.

În cazul întreprinderilor cotate pe piețele financiare apare o repartizare naturală a responsabilităților. O atare repartizare și problemele care decurg din ea au fost relevate în lucrările fondatoare realizate de Berle și Means (1932). Acționarii investesc capitalurile lor și acordă conducătorilor un mandat, prin care ei gestionează cel mai bine organizația, încercând să maximizeze performanța întreprinderii. Această separare a responsabilităților poate să conducă la conflicte care generează costuri.

Cadrul teoretic provine din teoria agenției. Această teorie presupune că agentul (conducătorul) acționează în contul principalului (acționarului), cele două tipuri de actori neavând, în mod obligatoriu, aceleași obiective (Fama, 1980, pp. 288-307). Cu titlu de exemplu, se poate considera că managerii au, de obicei, o viziune pe termen lung, în timp ce acționarii au fundamental o viziune pe termen scurt, ceea ce poate antrena operații speculative de mare dimensiune.

În legătură cu această temă veche, teoria agenției aduce o serie de elemente novatoare. E. F. Fama și M. C. Jensen (1983a) și alți autori ajung, de exemplu, la următoarele concluzii:

- conceptul de costuri de agenție, relative la cheltuielile care acceptă să le angajeze acționarii, pentru a putea controla managerii, aceștia din urmă fiind responsabili și dând socoteală de munca lor; pierderile reziduale pot să rezulte dintr-o adecvare imperfectă a operațiilor conduse de manageri în interesul acționarilor;
- conceptul de piață de control a firmelor, prin intermediul ofertei publice de cumpărare (OPC) – ofertei publice de schimb (OPS);
- conceptul de flux de trezorerie disponibil, indicator care permite să se aprecieze marjele de care dispun managerii;
- piața conducătorilor, în care managerii sunt apreciați în funcție de rezultatele lor.

Un sistem de guvernanta a întreprinderii cuprinde diverse elemente, grupate de o manieră simplă în trei categorii de componente: structuri, proceduri și comportamente.

Structurile sistemului sunt fie proprii organizației vizate (de exemplu, adunarea generală, consiliul de administrație), fie structurile externe, care intervin pe baza misiunilor contractuale (de exemplu, autoritățile de reglementare).

Procedurile sunt mai mult sau mai puțin explicite în coduri care se impun actorilor vizați (planul contabil, codul comercial). Ele pot viza atât modalități de colectare și de difuzare a datelor utile privind funcționarea întreprinderii, cât și căile și mijloacele în vederea efectuării unei anumite operații.

Complexul structuri-proceduri definește conținutul instituțional al dispozitivului guvernantei.

Comportamentele sunt cele ale agenților în calitatea lor de persoane fizice.

Se poate spune că guvernanta întreprinderii este, folosind o altă formulă, managementul managementului. Ierarhia de niveluri prezentată în cele ce urmează sintetizează organizarea generală a sistemelor de management și articularea diferitelor dispozitive de guvernanta (Perez, 2003):

Nivelul 1

Managementul organizațiilor prin conducătorii lor.

Nivelul 2

Guvernanta sau managementul managementului prin instanțe proprii fiecărei organizații (conform statutelor: de exemplu, consiliul de administrație, adunarea generală).

Nivelul 3

Reglementarea sau managementul guvernantei prin dispozitive specifice:

- organizații profesionale (ordine în Franța sau corpuri în România);
- autorități administrative;
- instanțe jurisdicționale.

Nivelul 4

Armonizarea dispozitivelor de reglementare sau guvernanta guvernantei:

- pe cale politică (legi și regulamente);
- pe cale jurisdicțională (instanțele de apel).

Nivelul 5

Metaguvernanta: principiile fundamentale care vizează organizarea vieții colective:

- la nivelul statelor: conform constituțiilor;
- la nivel internațional: conform tratatelor internaționale.

O întreprindere își bazează sistemul ei de guvernanta pe următoarele cinci criterii principale:

(i) informarea acționarilor, altfel spus calitatea informării asupra structurii manageriale a entității, ceea ce implică în special: independența administratorilor, existența unui responsabil al relațiilor investitori și instalarea unui sistem contabil adaptat normelor internaționale;

(ii) drepturile și obligațiile acționarilor, regăsite în formula „o acțiune, un vot, un dividend”; protecția acționarilor minoritari;

(iii) compoziția consiliului de administrație: procedurile de alegere și de remunerare a membrilor consiliului și comitetelor, numirea administratorilor independenți, separarea funcțiilor de președinte și de director general;

(iv) absența măsurilor anti-ofertă publică de cumpărare: eliminarea tuturor măsurilor destinate să împiedice ofertele de cumpărare ostile (poison pill) și de marginalizare a organelor de conducere;

(v) remunerarea conducătorilor: obiectivul căutat este de a defini formule de remunerare de natură să incite managerii să urmărească obiectivul de maximizare a valorii acționariale; una din principalele tehnici utilizate este

constituită de stock-options, tehnică ce constă în a oferi cadrelor de conducere un drept de achiziție viitor, în condiții foarte favorabile, de acțiuni ale întreprinderii; conducătorii sunt astfel incitați de a face tot posibilul pentru a crește valoarea acțiunilor entității, ceea ce reprezintă obiectivul urmărit de acționari.

2. Maximizarea bogăției acționarilor și guvernanta întreprinderii

Componentele mașinării și instituțiile capitalismului acționarial se pun progresiv în funcțiune de mai mult de două decenii. Pentru unii observatori, noi forme de coerență și de reglare apar în cadrul capitalismului contemporan, precum acționariatul salariat, simbol al unei reconcilierii între muncă și capital, considerat ca forma de compromis modern între cele două elemente conciliate. Scandalurile și salturile bruște în lumea bursieră care marchează începutul secolului al XXI-lea dau o viziune mai puțin idilică despre noul capitalism și despre capacitatea sa de a se regla.

Globalizarea financiară a dezvoltat concurența pentru accesul la finanțări. Actorii finanțelor internaționale de dimensiuni uriașe – fondurile de pensii, fondurile mutuale și băncile, care concentrează oferta de capitaluri, au mijloacele pentru a impune statelor legea lor: o singură zi de speculații bursiere răscolește o masă de capitaluri mai mare decât totalitatea rezervelor de schimb ale băncilor centrale. Acestea, devenite independente de puterea politică, au trecut de facto sub dependența piețelor financiare.

În zilele noastre, conceptul de creare de valoare pentru acționar cunoaște un entuziasm crescător și acest fapt cu atât mai mult cu cât ea cunoaște presiunea acționarilor privind propagarea continuă a conceptului de guvernanta a întreprinderii venit din Statele Unite.

Întrebarea care se pune este care tip de valoare acționarială (VA) se impune pentru comunitatea de investitori? Procedând la o definiție simplă, acceptăm că valoarea acționarială este valoarea economică a unei întreprinderi, după deducerea datoriilor sale.

Referitor la guvernanta întreprinderii, am putea schița un tablou care separă modurile de capitalism anglo-saxon și continental. Primul se compune din marile instituții a căror prioritate este maximizarea randamentului lor. În Europa continentală, piețele sunt mai mici și mai puțin lichide, iar puterea era tradițional împărțită între bănci, puterea publică și câteva familii mari. Ce efect are această împărțire asupra analizei acționariale? Nu există un răspuns simplu la această întrebare, cu toate că piețele acțiunilor sunt mai performante în țările anglo-saxone. În fapt, dat fiind că numeroase economii în Europa sunt, în zilele noastre, destul de performante, pentru a nu discuta și de situația economiei japoneze, piețele lor financiare sunt din ce în ce mai lichide și mai performante.

Oare cifrele ne-ar putea permite să înțelegem că o abordare orientată către toate părțile participante ne-ar conduce la concluzia că, pentru moment, piețele mai puțin favorabile acționarilor ar putea deveni mai performante în viitor? La această judecată am aprecia că răspunsul este mai degrabă negativ. Specialiștii din țările Uniunii Europene doresc să apere punctul de vedere conform căruia cele două modele de capitalism sunt în curs de a se îndrepta spre convergență.

La ora actuală, noile teorii contestă noțiunea conform căreia entitățile trebuie să se gestioneze pe baza obiectivului de a maximiza valoarea actuală a acțiunilor. Aceste teorii exprimă punctul de vedere în favoarea maximizării valorii totale. Să nu uităm că, în cazul întreprinderilor mari, analiza va fi focalizată spre un model de guvernare orientat către acționari, în pofida efectelor crizei financiare a anilor 2000-2002.

LANȚUL fluxurilor de trezorerie așteptate de un acționar influențează valoarea strategică sau valoarea economică a unei întreprinderi. Valoarea strategică este reflectarea valorii primite de întreprindere prin cumpărători care contestă adesea că aceasta are o infimă legătură cu valoarea financiară a unei entități, altfel spus, cu valoarea sa bursieră sau cea determinată cu ajutorul uneia dintre metodele tradiționale de evaluare.

La originea creării de valoare de către întreprindere stau trei tipuri de pârgii de natură strategică: pârgii strategice în sensul strict, pârgii financiare și pârgii de guvernare a întreprinderii (Caby, Hirigoyen, 2005, pp. 39, 63-77).

Conceptul de guvernare a întreprinderii ne trimite direct la influența deciziilor strategice privind crearea de valoare. Maximizarea valorii este situată sub responsabilitatea conducătorilor. Comportamentul managerilor privind criteriul de maximizare a bogăției se realizează cu ajutorul unor pârgii incitative și mecanisme de control.

Conducătorii și acționarii exercită diferite funcții de utilitate și acționează în sensul maximizării utilităților lor.

Conflictul de agenție conduce la ipoteza unui oportunism al managerilor concretizat în următoarele moduri:

(i) *Căutarea creșterii*: remunerarea conducătorilor depinde, în majoritatea cazurilor, de mărimea întreprinderii; ei sunt atunci incitați să favorizeze creșterea de natură internă sau externă, chiar în detrimentul creării de bogăție.

(ii) *Diversificarea*: ea poate să exprime manifestarea conflictelor între acționari și conducători; acționarii pot facilita diversificarea riscului portofoliului lor, fapt ce nu se întâmplă în cazul managerilor care au investit tot capitalul lor uman în întreprindere.

(iii) *Poziția de joncțiune a managerilor*: ei sunt în același timp reprezentanți ai acționarilor, însărcinați ca atare să apere interesele acestora, și persoane ierarhic superioare salariaților; acest punct de joncțiune ridică probleme de motivare, inclusiv în teoria neoclasică a

maximizării valorii; este foarte probabil ca, exceptând incitări semnificative, conducătorii să fie tentați să privilegieze pretențiile salariaților.

(iv) *Consolidarea (înrădăcinarea) conducătorilor*: înrădăcinarea este procesul care permite managerului să se elibereze de tutela consiliului său de administrație sau a acționarilor săi; conducătorii pot să gestioneze întreprinderea într-o optică opusă maximizării valorii, consolidarea conducătorului bazându-se pe participarea sa la capital sau pe instalarea apărării contra ofertelor publice de cumpărare; Shleifer și Vishny (1989) au emis o altă concepție de înrădăcinare a conducătorilor, prin realizarea de investiții specifice care fac costisitoare înlocuirea lor și le permit să obțină remunerații mai mari.

Piețele financiare, care se găsesc în centrul capitalismului acționarial, sunt în mod fundamental instabile. Din momentul instaurării unei libertăți totale a circulației capitalurilor la nivel mondial, majoritatea regiunilor și continentelor (Asia, America Latină, Europa etc.) au fost zdruncinate, pe rând, de crize financiare grave. În cursul ultimului deceniu și jumătate, crizele au atins în mod grav și țările în curs de dezvoltare. Recunoașterea importanței obiectivului de dezvoltare durabilă face să se admită existența unei ierarhii privind normele internaționale ce se impun ansamblului actorilor din sectorul privat și cel public. Mai precis, acest fapt revine la a plasa obiectivele politice, sociale, culturale sau ecologice deasupra celor pur economice, comerciale și financiare. Ca atare, o nouă concepție despre guvernare, la nivel mondial, și noi politici de natură publică cer a fi aplicate. Această nouă concepție face obiectul ultimului paragraf al prezentului articol.

3. Mecanismele de guvernare și performanța

Acest paragraf acoperă esența lucrărilor care studiază legătura între mecanismele de guvernare puse în lucru de întreprindere și performanța lor de bază. În acest sens, vom avea în vedere măsurarea performanței prin mecanisme interne, cât și o atare măsurare luată în considerare prin acțiunea mecanismelor externe.

Guvernarea întreprinderii: mecanismele de control intern și performanța

În mod obișnuit, mecanismele interne de guvernare cuprind ansamblul de mecanisme instituționale instalate de o manieră intențională de părțile participante, dintre care un loc reprezentativ este jucat de acționari, sau de către legiuitor, pentru a păstra, a apăra sau reface interesele lor.

(i) *Consiliul de administrație* constituie primul dintre principalele mecanisme interne de guvernare. În numeroase lucrări s-a ridicat problema rolului, formei, mărimii și structurii optime a consiliului de administrație. Majoritatea din aceste lucrări sunt dominate de importanța teoriei agenției și a teoriei costurilor tranzacției (Fama, Jensen, 1983b, pp. 327-350), care conferă consiliului de

administrație o putere de control. Pe de o parte, revine consiliului, în cazul unei performanțe ne semnificative, să recruteze și să înlocuiască managerii întreprinderii și, pe de altă parte, să controleze deciziile lor cele mai importante.

(ii) *Utilizarea de către acționari a drepturilor lor de vot și a propunerilor în adunarea generală* constituie al doilea mecanism intern de guvernare. Modul activ de acțiune al acționarilor are un efect disciplinar semnificativ asupra conducătorilor, ceea ce permite în același timp să se reducă problemele de agenție și să se maximizeze performanța financiară a întreprinderii (Merle, 2000). În realitate, modul activ de acțiune al acționarilor minoritari (investitorii instituționali, acționarii individuali etc.) este un fenomen care pare să influențeze, mai degrabă, întreprinderile puțin performante decât cele performante.

(iii) *Controlul exercitat de creditorii și salariații* în întreprinderii constituie ultimul mecanism intern de guvernare. La fel ca acționarii, creditorii și salariații au interese ca întreprinderea să fie performantă. Creditorii doresc să fie rambursați. De asemenea, în funcție de performanța întreprinderii vor depinde viitorul salariaților, atât în cadrul entității (locul de muncă), cât și în afară (capital uman, reputație), precum și o parte din remunerarea lor (salariu, dividende și plusuri de valoare).

Guvernarea întreprinderii: mecanisme de control extern și performanța

Aceste mecanisme de referă la instrumentele de control generate de funcționarea spontană a piețelor și asupra cărora diferitele părți participante (în primul rând, acționarii) nu au în mod real o influență. Este vorba, în special, de piața fuziunilor și achizițiilor, precum și de piața forței de muncă reprezentată de conducătorii întreprinderii.

(iv) *Piața fuziunilor și a achizițiilor* reprezintă un prim mecanism extern de control al conducătorilor, afirmat printr-un rol, în același timp, incitativ, disciplinar și curativ. Piața financiară are un rol incitativ, deoarece un acționar decepționat de nivelul performanței întreprinderii este susceptibil să cedeze total sau parțial capitalul său pe piață, ceea ce va avea tendința să reducă performanța financiară a entității. Amenințarea unei luări sub control extern are de asemenea un rol disciplinar, deoarece ea „cere” conducătorilor să maximizeze performanța, ca urmare a efortului de a se vedea înlocuiri de către manageri a unui cumpărător potențial. De asemenea, piața financiară are un rol curativ, deoarece ea constituie conform lui Jensen (1986) „the court of last resort”, prin intermediul căreia performanța va putea fi readusă la nivelul normal.

(v) *Piața forței de muncă referitoare la conducătorii întreprinderii, la nivelul lor de remunerare și la revocabilitatea lor* reprezintă al doilea dintre mecanismele externe de guvernare. Teoretic, existența unei atare piețe are două avantaje. Pe de o parte, această piață permite să se determine valoarea managerilor întreprinderii. Conducătorii acceptă astfel să se alinieze o parte

semnificativă, conform nivelului de responsabilitate, remunerării lor în funcție de performanță. Pe de altă parte, această piață constituie „păstrăvii în bazinul pentru pește”. Altfel spus, locul din care acționarii vor putea să recruteze noii conducători, în cazul unor performanțe ne semnificative ale managerilor angajați deja.

4. Guvernarea întreprinderii: reporting intern și comunicarea financiară externă

Standardele contabile au o importanță considerabilă în noul capitalism, deoarece ele sunt un instrument-cheie în comunicare privind activitatea și rezultatele întreprinderilor. Procesul de globalizare financiară ridică problema existenței sistemelor contabile naționale. În trecut, la nivel mondial, se opuneau două tradiții contabile. În Europa continentală, în majoritatea țărilor, contabilitatea era controlată de stat și orientată spre ansamblul partenerilor întreprinderii: administrația fiscală, proprietari, creditorii, salariații etc. Activele erau evaluate la costul istoric. Uniunea Europeană a decis să abandoneze politica inițială de normalizare contabilă europeană și s-a atașat, pentru grupuri și societăți cotate, iar opțional și pentru alte categorii de agenți, la referențialul internațional IAS/IFRS, de inspirație anglo-saxonă și elaborate de un organism privat, International Accounting Standards Board. Contabilitatea anglo-saxonă servește înainte de toate intereselor investitorilor. Obiectivul său este de a permite compararea performanțelor financiare, indiferent care este sectorul de activitate vizat. Ea se bazează pe evaluarea activelor la valoarea de piață (mark to market), ceea ce înseamnă adoptarea doctrinei valorii juste. Această abordare privilegiază abordarea fundamentată pe termenul scurt, punând întreprinderile la dispoziția speculației și instabilității piețelor financiare. Decizia europeană de a opta pentru standardele IAS/IFRS este plină de consecințe: ea privilegiază, din punct de vedere al guvernării, modelul shareholder (acționarial) în detrimentul modelului stakeholder, care ține cont de interesele tuturor părților participante la viața întreprinderii.

Comunicarea financiară a devenit funcția esențială pentru întreprinderi. Sub presiunea diverșilor actori, entitățile s-au angajat în politicile de informare, pentru a satisface noile exigențe. Dincolo de situațiile financiare, se constată că rapoartele anuale și intermediare propun o ofertă din ce în ce mai bogată de informații. Această ofertă poate să satisfacă, de asemenea, necesitățile în materie de guvernare, prin întocmirea unui raport de gestiune și descrierea principalelor organisme de control ale întreprinderii (de exemplu, structura consiliului de administrație și a capitalului entității, comitetul de audit etc.).

Dincolo de un raport anual, majoritatea societăților cotate trebuie să publice un raport semestrial sau trimestrial, în funcție de piața financiară în cauză. Situațiile financiare conținute în aceste rapoarte îndeplinesc diverse funcții.

Ele pot să servească drept instrumente de control al bunei realizări a contractelor între întreprinderea vizată și partenerii săi (stewardship concept). De asemenea, acestea contribuie la eficiența piețelor. Pentru ca întreprinderea să îndeplinească aceste funcții de o manieră convenabilă, documentele contabile trebuie să reflecte situațiile cele mai diverse. Prelucrările contabile uniforme oferă avantajul prezentării de situații financiare comparabile între toate entitățile din același domeniu de activitate și de la un exercițiu la altul (principiul permanenței metodelor). Standardele și regulile contabile lasă un anumit grad de libertate întreprinderilor, care se referă la alegerea politicilor de aplicat pentru constatarea, evaluarea și prezentarea conturilor.

Alegerea politicilor contabile decurge din dorința de a respecta spiritul reglementărilor, altfel spus de a reflecta realitatea economică a întreprinderii sau de a oferi o imagine fidelă. Să nu uităm că libertatea pe care o oferă standardele permite, de asemenea, să se aleagă politicile care tind să răspundă cel mai bine mai degrabă intereselor lor decât cele care oferă cea mai bună reprezentare a imaginii. Cu toate că practicile, în acest caz, respectă ad literam reglementările, creativitatea contabilă nu respectă spiritul. De exemplu, un conducător nu capitalizează cheltuielile de dezvoltare, cu toate că ele răspund criteriilor de recunoaștere a unui activ sau alege o durată de amortizare care nu corespunde ritmului în care se consumă avantajele economice viitoare pe care le procură resursa (bunul) în cauză.

Ne putem întreba asupra relevanței practicilor de contabilitate creativă. De ce acționarii sau managerii dezvoltă o atare creativitate? Ce reflectă diversitatea alegerilor contabile observate? Aceste practici sunt cu atât mai mult tulburătoare cu cât, conform teoriei financiare, dacă alegerile contabile nu afectează fluxurile de trezorerie ale întreprinderii, ele nu afectează valoarea sa. Prin aceasta, nivelul rezultatului poate să varieze atât cât managerii îl doresc, efectul nefiind decât cosmetizarea conturilor.

În procesul de decizie a managerilor intervin și alți factori, în special mecanismele de guvernantă. În măsura în care aceste mecanisme se bazează parțial pe informarea contabilă, alegându-se diferite politici contabile, conducătorii pot să influențeze eficacitatea mecanismelor evocate anterior. Informațiile financiare publicate de întreprindere nu sunt ca atare neutre.

Rolul informațional jucat de informațiile financiare

Controlul activității conducătorilor se bazează parțial pe eficacitatea mecanismelor externe de guvernantă, în special piețele financiare. Astfel de mecanisme sunt consecința rezultatelor punctului de vedere al analiștilor financiari sau observațiilor agenților de credit și ele permit sancționarea performanțelor reduse ale unei entități. Opozabil acesteia, acționarii nemulțumiți de gestiunea managerilor, deci de rentabilitatea întreprinderii lor, au posibilitatea de a vinde acțiunile pe care le dețin. O atare

cesiune antrenează o scădere a cursului acțiunilor întreprinderii, care presupune consecințe asupra conducătorilor. Entitatea se confruntă cu un risc ca, de exemplu, cel de răscumpărare a sa de către concurenți, iar managerii încadrați în posturile respective nu sunt asigurați de conservarea locurilor lor de muncă.

Există o tentație pentru conducători de a gestiona conținutul informațiilor contabile pentru interesul personal, în special în vederea conservării posturilor. Ei pot să caute să comunice sau să *semnaleze* partenerilor întreprinderii (de exemplu, piețelor financiare) un anumit număr de informații prin intermediul unor politici contabile adecvate.

Abordarea prin semnalizare se bazează pe ipoteza principală că informațiile nu sunt distribuite de manieră omogenă între utilizatorii situațiilor financiare. Acest fenomen riscă să provoace dispariția piețelor în care asimetria informațională dănuia, prin alungarea societăților performante care sunt înlocuite cu cele având performanțe nesemnificative.

Investitorii și creditorii sunt incapabili să distingă întreprinderile performante de cele mai puțin performante. Pentru ca piața să nu dispară, conducătorii întreprinderilor performante au tot interesul să semnaleze această calitate investitorilor. Activitățile de semnalizare se realizează prin diverse instrumente, în special prin politici contabile relevante.

Cu ocazia măsurării valorii unei întreprinderi, investitorii potențiali, analiștii financiari și alți actori ai pieței sunt interesați atât asupra rezultatelor viitoare, cât și în legătură cu performanța prezentă.

Rezultatele contabile reprezintă una dintre variabilele utilizate în procesul de decizie a actorilor pieței. Conducătorii întreprinderii pot să fie, ca atare, incitați să influențeze anumite evaluări contabile pentru a obține mărimile-țintă ale cursului titlurilor lor. Aceste măsurări conduc la indicatori relativi la rezultate pe care contabilitatea creativă încearcă să-i manipuleze.

Alți actori ai piețelor financiare sunt susceptibili, de asemenea, să afecteze decisiv deciziile contabile ale managerilor. În mod special, este vorba despre cazul acționarilor actuali ai întreprinderii, atunci când conducătorii se confruntă cu o ofertă publică de cumpărare.

Costul creditului este una dintre variabilele luate în cont în procesul de alegere a politicilor contabile ale unei întreprinderi.

Efectele referitoare la ratele de performanță sau de îndatorare nu sunt singurele influențe de care se ține cont în politicile de semnalizare contabilă. Ele pot să integreze, de asemenea, costul publicării informațiilor financiare, atunci când ele au dimensiune strategică. De exemplu, capitalizarea cheltuielilor de dezvoltare permite să se reducă mărimea cheltuielilor corespondente. Astfel, ea poate să atragă atenția concurenților semnalând așteptarea de profituri viitoare mai mari decât în anii anteriori și, în felul acesta, de a-i convinge să intre pe piață.

Altor părți participante, în special puterii publice și salariaților, pot să li se acorde o atenție specială din partea conducătorilor. Relațiile între întreprindere și aceste părți au fost abordate prin denumirea de „economia reglementării”. Conform acestei abordări, aleșii (politicieni, sindicatele) caută să maximizeze șansele lor de realegere printr-o serie de acțiuni favorabile. Intervențiile vor fi cu atât mai vizibile cu cât ele se aplică marilor întreprinderi, în special societăților cotate. În consecință, aceste entități suportă mai multe costuri politice decât alte entități.

Costurile politice pe care întreprinderile le suportă pot, de asemenea, să survină cu ocazia unor evenimente speciale susceptibile să atragă atenția puterii publice sau sindicatelor. De exemplu, înainte de anunțarea unui plan de restructurare, de negocieri salariale sau alte situații în cursul cărora redistribuirea de bogăție vor opera între acționari și salariați, managerii întreprinderii pot să fie determinați să aleagă politici contabile care diminuează profiturile acesteia.

Rolul contractual jucat de informațiile financiare

Din punct de vedere contractual referitor la rolul informării financiare, se consideră că întreprinderea este un nod de contracte implicite și explicite. Conform teoriei agenției, orice relație presupune că antrenează un număr de conflicte, datorită faptului că fiecare parte caută să maximizeze propria sa utilitate, chiar dacă aceasta se realizează în detrimentul celorlalte părți.

Luarea în cont a relațiilor contractuale între întreprindere și principalii săi parteneri permite să se explice un mare număr de politici contabile. Atunci când unele contracte se bazează pe date contabile, alegerea unei politici, adoptarea unui nou standard sau o schimbare de politici poate să antreneze ruperea acestor contracte, ceea ce poate să afecteze fluxurile de trezorerie ale entității. Politicile contabile pot avea influență directă asupra valorii întreprinderii.

Ar fi dificil să se propună o listă completă a contractelor care se bazează pe informații financiare, care să contribuie la gestiunea relațiilor între întreprindere și partenerii săi principali. Aceste contracte depind de particularitățile fiecărei întreprinderi. La nivelul întreprinderilor, se constată, în general, două tipuri de contracte. Se vorbește fie de contracte care regizează relațiile între acționari și conducători, fie între acționari și creditori. În primul caz, acționarii caută să limiteze divergențele de interese, pentru a realiza contracte care leagă remunerarea conducătorilor de ratele de performanță (de exemplu, rentabilitatea fondurilor proprii), în vederea maximizării valorii întreprinderii. Managerii pot să aleagă, totuși, politicile contabile care conduc la creșterea mai mult sau mai puțin de o manieră artificială a rezultatelor pozitive și deci a performanței întreprinderii, cu singurul obiectiv al majorării propriei lor remunerații. În al doilea caz, creditorii integrează prevederi speciale în contractele de acordare a împrumuturilor, pentru ca ei să limiteze efectele

divergențelor de interese între părți. Teama creditorilor este generată de riscul reducerii și diluării garanțiilor pe care le oferă activele entității în caz de faliment. De regulă, clauzele contractelor privind împrumuturile acordate limitează nivelul îndatorării, solicitând nivelul minimal al activului net și restrângând distribuirile de dividende (Smith și Warner, 1979, pp. 117-161).

Provocările contabilității creative (window dressing)

Unul dintre cazurile cele mai provocatoare este dat de netezirea rezultatelor. Acesta reprezintă o practică prin care se caută reducerea fluctuațiilor rezultatelor contabile. De asemenea, o atare practică poate să asigure un nivel constant al rezultatelor pe mai multe exerciții. În vederea netezirii rezultatelor, de obicei se utilizează trei tehnici. Prima dintre ele presupune să eșaloneze operațiile curente, pentru a reduce variațiile profitului în timp. A doua tehnică presupune alocarea cheltuielilor și veniturilor calculate, în timp. Este cazul alegerii duratei de utilizare. A treia tehnică presupune modificarea clasificării posturilor în contul de profit și pierdere. În acest fel, toate rezultatele întreprinderii pot face subiectul netezirii: rezultatul net, rezultatul înaintea impozitării sau rezultatul exploatarii.

Cauzele netezirii sunt destul de diverse. Se poate considera că netezirea servește drept semnal în contextul pieței. Dacă se măsoară riscul întreprinderii prin fluctuațiile rezultatelor, netezirea conduce la reducerea percepției riscului întreprinderii de investitori. Dacă riscul constatat se diminuează, valoarea entității crește. Dacă investitorii se bazează pe ultimele rezultate pentru a-și calcula previziunile, creșterea continuă a rezultatelor va fi considerată un semnal bun. În afară de acest aspect, alte explicații vor ține cont de dimensiunea contractuală a întreprinderii și vor constata că netezirea este determinată prin dorința de minimizare a costurilor politice și a costurilor de agenție (Missonier-Piera, 2005, pp. 149-153).

5. Către un sistem de guvernare aplicabil majorității întreprinderilor românești

Structura abordării guvernantei, bazându-se pe părțile participante, trece prin formalizarea unui cadru teoretic. Conceptul de părți participante (parties prenantes în franceză; stakeholder concept în engleză) a fost dezvoltat de Mary Parker Foller în lucrarea sa „The New State”, în 1918. Fără să se evoce termenul de stakeholder, autorul explorează conceptul de sisteme interpenetrante (interpenetrating systems) și propune o rețea de părți participante ca un subsistem al acestor sisteme. Termenul de stakeholder a fost generalizat în literatura referitoare la managementul strategic, în ultimele decenii ale secolului al XX-lea, prin comentariile lui R. E. Freeman (1984). Teoria părților participante se bazează pe trei niveluri de analiză: un nivel descriptiv, un nivel instrumental și un nivel normativ. Elaborarea acestei teorii pleacă de la patru ipoteze:

(i) *Ipoteza 1:* Teoria părților participante este descriptivă. Ea prezintă un model care descrie natura întreprinderii. Ea caracterizează întreprinderea ca o constelație de interese care cooperează și care sunt competitive, posedând o valoare intrinsecă.

(ii) *Ipoteza 2:* De asemenea, această teorie este instrumentală. Ea furnizează un cadru de analiză, pentru a examina legăturile între practica de conducere a părților participante și realizarea obiectivelor de performanță a întreprinderii.

(iii) *Ipoteza 3:* Fundamentul teoriei este normativ. Pe de o parte, părțile participante sunt persoane sau grupuri care au un interes legitim în aspectele procedurale ale activității întreprinderii. Pe de altă parte, interesele fiecărei părți au o valoare intrinsecă, diferită de interesele altui grup, ca, de exemplu, cel al acționarilor.

(iv) *Ipoteza 4:* Această teorie este managerială, în măsura în care ea recomandă atitudini, structuri și practici ce constituie conducerea părților participante.

Pentru țările care sunt membre ale Uniunii Europene sau care sunt în curs de a deveni, informarea acționarilor sau altor părți participante este o problemă fundamentală, regizată prin dreptul statelor membre. O convergență care să vizeze necesitatea informării este neîndoielnică, și aceasta datorită eforturilor realizate în materie de reglementare a piețelor de capitaluri și aplicării pe scară din ce în ce mai largă a referențialului contabil internațional IAS/IFRS. În toate statele membre, acționarii societăților cotate au acces la informații prin intermediul

rapoartelor obligatorii sau neobligatorii ale conducătorilor și auditorilor.

După părerea noastră, astăzi reforma cadrului guvernantei întreprinderii pentru mediul economic și juridic din țara noastră rămâne, în continuare, un pariu de câștigat. Managerii, specialiștii din lumea financiară, experții contabili și auditorii externi, pentru a nu-i uita și pe universitari, sunt prea puțin implicați pentru a contribui la realizarea unei adevărate reforme.

Cadrul teoretic (teoria drepturilor de proprietate, teoria agenției, teoria înrădăcinării, teoria valorificării pe piața forței de muncă a conducătorilor etc.), cât și cadrele conceptuale ale guvernantei nu sunt susținute prin asimilarea principalelor modele, după ce s-a procedat la alegerea sistemului (sistemelor) care convine (convin) cel mai bine întreprinderilor din țara noastră. Se așteaptă ca societățile cotate să adopte un sistem de guvernare orientată către acționari, în timp ce majoritatea întreprinderilor țesutului economiei românești să fie înzestrate cu un sistem „stakeholder”, cu atât mai mult cu cât, în prezent, în cea mai mare parte dintre țările europene (cu excepția câtorva țări nordice și a Marii Britanii), obiectivul de atins este mai puțin maximizarea bogăției acționarilor, ci apărarea interesului ansamblului părților participante ale întreprinderii. O problemă de urmărit pentru societățile din țara noastră, în pragul intrării în Uniunea Europeană (Feleagă, 2006a, pp. 11-12; Feleagă, 2006b, pp. 438-457; Feleagă, Vasile, 2006, pp. 28-29).

Bibliografie

- Berle, A. și Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York
- Caby, J., Hirigoyen, G. (2005). *Création de Valeur et Gouvernance de l'Entreprise*, Economica, Paris
- Fama, E. F., „Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, 1980
- Fama, E. F., Jensen, M. C., „Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Juin, 1983a
- Fama, E. F., Jensen, M. C., „Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983b
- Feleagă, N., „Proba europeană a guvernantei întreprinderii românești (European Level Test of Romanian Enterprise Governance)”, *Revista de economie teoretică și aplicată*, serie nouă, Anul XIII, Nr. 2 (497), aprilie, 2006a
- Feleagă, N. (2006b). *Importanța informației contabile în funcționarea procesului de guvernare a întreprinderii (The Importance of accounting information for the functioning of the corporate governance process)*, *Profesia contabilă și Globalizarea*, Congresul al XVI-lea al profesiei contabile din România, București, 15-16 septembrie
- Feleagă, N., Vasile, C., „Guvernarea întreprinderii, între clasicism și modernism (Corporate Governance between Clasicism and Modernism)”, *Revista de economie teoretică și aplicată*, serie nouă, Anul XIII, Nr. 7 (502), septembrie, 2006
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman-Ballinger, Boston
- Jensen, M. C., „The Takeover Controversy, Analysis and Evidence”, *Corporate Finance Journal*, vol. 4, 1986
- Merle, I. (2000). *Gouvernance d'entreprises et performance: Une revue de la littérature empirique*, Commissariat Générale au Plan, Paris
- Missonier-Piera, F. (2005). *Gouvernement d'entreprise et information comptable, chapitre 4 du Gouvernement d'entreprise*, Editions De Boeck Université, Bruxelles
- Pérez, R. (2003). *La gouvernance de l'entreprise*, Edition La Découverte, Paris
- Shleifer, A., Vishny, R. W., „Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 1, 1989
- Smith C., Warner J., „On Financial Contracting: An Analysis of Bonds Covenants”, *Journal of Financial Economics*, no. 7, 1979