

Proba europeană a guvernantei întreprinderii românești



Niculae Feleagă

Profesor universitar doctor
Academia de Studii Economice București

Abstract. *The corporate governance is a central and dynamic aspect of the businesses. The term governance comes from the latin “gubernare”, meaning to guide and supposes that the corporate governance imply equally both the leadership function and that of control. As is known there are more ways of defining the enterprise governance starting from the simple stones, which focus on the enterprise and its shareholders, to the most complex ones incorporating individual or departamental responsibility to implement a given function of the companies and which implies many other groups of persons. Responsibility is the consequence of the law and reglementation application or contract agreements.*

Key words: corporate governance; shareholders model; stakeholders theory; agency theory; toward a convergence.



1. Introducere

În zilele noastre, informarea este în centrul finanțelor și contabilității. Raportarea financiară este cheia de boltă a relațiilor între întreprindere, pe de o parte, și aportorii săi de capitaluri, sistemul bancar și sistemul de piațe, pe de altă parte. Acest raport este mediat de managerii entității economice, răspunzători de satisfacerea intereselor proprietarilor, și auditori, în calitatea lor de examinatori ai conturilor și de controlori ai celor responsabili cu întocmirea acestora.

În mod indubitabil, sistemul capitalist a început să ne obișnuiască atât cu avantajele, cât și cu nereușitele sale. Enron, Waste Management, Ahold sau Worldcom sunt nume care, la citirea sau auzirea lor, înseamnă nu numai scandaluri financiare, ci și exemple de aplicare defectuoasă a mecanismului de guvernanta a întreprinderii. Criza de încredere care a fost generată de aici a zdruncinat ansamblul edificiului economic și financiar și a demonstrat necesitatea revizuirii proceselor de reglementare și control, la toate nivelurile.

Falimentul acestor afaceri vine să probeze că guvernanta întreprinderii este nu numai un nod gordian al conducerii, finanțelor și contabilității. Într-o măsură semnificativă, ea vizează salariații, creditorii, pensionarii, micii acționari și, la modul general, întreaga societate, asupra abilității sale de a pune în operă un sistem eficace de supraveghere și de control, referitor la activitatea conducătorilor întreprinderii, indiferent de sfera de aplicare a mecanismului de guvernanta. Orice specialist în sfera afacerilor este astăzi conștient implicat în dezbaterile asupra modelelor de reglementare discutate în mediul profesiilor liberale (inclusiv contabilitatea și auditul), în sferele guvernamentale și în instanțele parlamentare.

Să precizăm referitor la termenul anglo-saxon de „corporate governance”, tradus adesea în țara noastră prin „guvernanta corporativă”, că vom prefera să-l regăsim sub numele de guvernanta întreprinderii sau guvernarea întreprinderii. El desemnează sistemul prin care întreprinderile sunt conduse și controlate.

Mulți consideră că expresia cea mai judicioasă ar fi „guvernarea marilor întreprinderi” deoarece, esențialmente, cercetările și recomandările sunt referitoare la această categorie de entități.

Guvernanța întreprinderii acoperă ansamblul de dispoziții care permit să se asigure că obiectivele urmărite de conducători sunt legitime și că mijloacele puse în lucru sunt adaptate, pentru a atinge aceste obiective.

2. Despre recursul la clasificările contabile internaționale

Analiza deosebirilor și asemănarilor între sistemele contabile nu poate să rămână la stadiul unor simple constatări. O aprofundare a acestora implică recursul la studiul abordărilor în clasificarea contabilă internațională și al concluziilor degajate de diferitele abordări.

În cadrul acestor clasificări, un loc deosebit l-au ocupat abordarea lui Nobes (1998), bazată pe modelele de finanțare a întreprinderilor, și cea a lui Gray (1988), prin analiza unor factori culturali. Un alt model demn de semnalat este cel al lui J. Richard și C. Collette care, pe baza analizei familiilor de sisteme economice și politice, a ajuns la următoarele concepții privind guvernanța întreprinderilor:

- *Concepția liberală*, conform căreia întreprinderea este considerată un nod de contracte încheiate între proprietari și alte părți (mai ales, creditorii și salariații); părțile sunt libere să organizeze raporturile lor, sub rezerva câtorva restricții de ordin public, extrem de generale; rolul statului se limitează la asigurarea respectării contractelor și, eventual, la reglementarea cazurilor de crize grave (în special al falimentelor);
- *Concepția socială (sau social-democrată)*, conform căreia întreprinderea este considerată, mai întâi, o entitate ale cărei reguli fundamentale sunt regizate de puterea publică; libertatea contractuală, reprezentată în fapt de acțiunea antreprenorilor, este îngădită de un ansamblu de restricții legislative;
- *Concepția bazată pe dirijism*, atunci când capitalismul căpătă forme autoritare, mai ales sub conducerea politică de către forțele de extremă dreapta, în contextul unor crize economice și/sau morale grave.

Fiecare dintre aceste concepții se confruntă cu diverse variante de guvernanță. De exemplu, concepția liberală îmbracă, îndeobște, una din următoarele variante: varianta antreprenorială și varianta acționarială.

Cea mai veche este *varianta antreprenorială*. În această concepție, puterea aparține unui număr restrâns de antreprenori. În contrapartidă la această concentrare de putere apare, dacă este cazul, expansiunea întreprinderii prin recursul la creditori, dispuși să asigure o finanțare complementară. Când creditorii sunt destul de puternici, în contrapartidă la abandonarea oricărei participații la

evoluția întreprinderii, ei pot impune responsabilitatea nelimitată a antreprenorilor în caz de faliment; pentru un atare caz, antreprenorii au obligația să răspundă nu numai prin bunurile pe care le-au investit, ci și prin bunurile personale. Cele mai întâlnite tipuri de entități, care se încadrează în această variantă, sunt întreprinderile individuale și, mai ales, societățile în nume colectiv.

Cât privește *varianta acționarială*, pentru a asigura creșterea forței de finanțare de care dispune întreprinderea, sistemul capitalist a atras numeroși proprietari dincolo de numărul restrâns de antreprenori. Pe această cale, au luat naștere societățile pe acțiuni în cadrul cărora „noii proprietari” (acționarii) au realizat transformarea radicală a capitalismului liberal, prin limitarea responsabilității acestor actori ai piețelor financiare. În caz de faliment, era conferită garanția că ei ar putea pierde maximum miza lor, nu și bunurile personale.

3. Teoria drepturilor de proprietate și guvernanța întreprinderii

Teoreticienii drepturilor de proprietate au căutat să înțeleagă funcționarea internă a organizațiilor. Pentru Amann, scopul urmărit prin teoria drepturilor de proprietate este de a interpreta în ce mod un tip sau altul de drept de proprietate influențează un tip sau altul de sistem economic.

Plecând de la împărțirea tradițională a drepturilor de proprietate în trei categorii:

- *usus*, care constituie dreptul de utilizare a unui bun;
- *fructus*, care reprezintă dreptul de a percepe „fructele” bunului; și
- *abusus*, care corespunde dreptului de a-l vinde,

Furubotn și Pejovich au propus o tipologie a marilor modele ale acestor drepturi, referitoare la diferitele tipuri de întreprinderi:

- *În întreprinderea capitalistă*, *usus*, *abusus* și *fructus* sunt grupate în mâinile aceleiași persoane: *proprietarul sau antreprenorul*; nu există, deci, o separare între funcțiile de decizie și cele de proprietate, ceea ce, în mod normal, ar trebui să confere acestui tip de întreprindere o mai mare eficacitate.
- *În întreprinderea managerială* (pentru care exemplul cel mai elocvent este marea întreprindere anonimă, cu capital dispersat), drepturile de proprietate sunt dezmembrate: *proprietarul* posedă *fructus și abusos* (el percepe, total sau parțial, dividendele și posedă dreptul de a vinde titlurile sale de proprietate), în timp ce *managerii* sunt deținătorii lui „*usus*” (drepturi de utilizare, deoarece ei gestionează zilnic entitatea); o atare separare a drepturilor de proprietate privind întreprinderea presupune posibile conflicte de interese între proprietar și managerul neproprietar, deoarece

conducătorul nu deține decât o parte mică a capitalului și, ca atare, nu va căuta, în mod obligatoriu, maximizarea bogăției acționarilor; în măsura în care capitalul este foarte dispersat, conducătorii vor beneficia de o mai mare independență, iar capacitățile de control ale acționarilor vor fi mai mici; cu alte cuvinte, întreprinderea managerială ar fi mai puțin eficace decât cea capitalistă.

Williamson admite că dezmembrarea drepturilor de proprietate conferă echipelor manageriale marje de manevră mai mari și consideră că acestea pot să le utilizeze în trei moduri: căutarea căilor de a maximiza salariul lor, dar și pentru a maximiza profitul pentru acționari; căutarea căilor de a maximiza salariul lor, fără a avea în vedere și interesul acționarilor; procedând la angajarea de plăți personale, pentru a realiza creșterea consumului lor personal, în detrimentul acționarilor.

- În *întreprinderea publică*, *usus* este deținut de către ansamblul de *salariați*, în mod colectiv, în timp ce *fructus* și *abusus* sunt posedate de către *puterea publică*; acest tip de întreprindere este socotită, ca atare, prin natura ei, ca fiind ineficace.

Gomez observă, astfel, că în *întreprinderea publică* *salariații* au toți împreună interesul ca aceasta să progreseze, dar, luați individual, fiecare preferă să lucreze cel mai puțin posibil. O atare atitudine apare din raționalitate, și nu din lipsă de angajare, deoarece nu există legătură organică între nivelul remunerațiilor și efortul depus.

- În *întreprinderea cooperatistă*, proprietatea este colectivă și nu este cesionabilă. În astfel de condiții, nu există un adevărat proprietar susceptibil să-și însușească un profit eventual și, ca atare, nu există un control eficace asupra gestiunii. *Fructus* aparține, în mod colectiv, *salariaților* (inclusiv conducătorilor), ceea ce conduce la o ineficacitate structurală a unui atare tip de întreprindere.

Teoria drepturilor de proprietate a fost criticată, uneori, deoarece obiectivul ei primar era să arate, poate, de manieră un pic simplistă, superioritatea sistemelor private de proprietate asupra formelor colective de proprietate.

4. Teoria agenției și guvernanta întreprinderii

Odată cu extinderea societăților pe acțiuni, secolul al XIX-lea marcase că activitatea economică este supusă controlului aporților de capitaluri. În secolul al XX-lea, odată cu dezvoltarea mișcărilor sindicale și instanțelor reprezentative ale personalului, un atare control se extinsese, la nivelul *salariaților*. Secolul în care trăim va vedea creșterea continuă și a altor părți implicate sau afectate de deciziile întreprinderii, inclusiv a celor care nu întrețin cu aceasta relații contractuale, dar care suportă efectele activităților sale sau care au influență asupra acestor relații.

Relațiile economice între agenți sunt de natură diversă. Unele posedă caracteristici cu totul particulare, precum cele care leagă managerii de patroni. Încă din 1776, Adam Smith recunoscuse deja existența și particularitatea acestor relații în societățile de capitaluri. Reaparitia și analiza acestor probleme se identifică în lucrările lui Berle și Means, în 1932. Analiza acestor autori conduce la previziunea unei relative scăderi a eficacității economice a întreprinderii, atunci când se separă funcțiile de proprietate și de control. În 1976, Jensen și Mackling definesc relația de agenție ca fiind un contract în care una sau mai multe persoane au recurs la serviciile unei alte persoane, pentru a îndeplini în numele lor o sarcină oarecare, ceea ce implică o delegare de natură decizională. Relația poate să cuprindă orice formă de cooperare.

Se deduce că, spre deosebire de teoria drepturilor de proprietate, teoria agenției se atașează ideii de a *clarifica mecanismele de control* care, în cazul *întreprinderii manageriale*, vor permite să se rezolve conflictele de interes între acționari și manageri.

În cadrul relației de agenție „acționar-manager”, principalul (acționarul) va încredința *usus* unui agent (conducătorul) pentru gestiunea întreprinderii conform intereselor „principalului” său.

Așa după cum precizează teoria contractelor, fiecare dintre cele două părți are, într-adevăr, interesul de a participa la schimb, deoarece acționarii au nevoie de capitalul uman, pe care îl posedă managerii, iar aceștia din urmă au nevoie de capitalurile deținute de acționari.

Prin teoria agenției, întreprinderea este văzută ca un adevărat „nod de contracte”, în care se stabilește un ansamblu de relații, între diferitele părți participante. În mod evident, teoreticienii agenției își focalizează atenția asupra relației acționari-manageri, considerată ca sursă potențială a conflictelor de interes cele mai semnificative. Într-o atare accepție, fiecare întreprindere va trebui să organizeze un sistem specific de guvernanta, pentru a favoriza alinierea intereselor managerilor la cele privind acționarii. În principiu, numai întreprinderile care vor deveni compatibile cu interesele acționarilor și cele ale managerilor sunt considerate capabile să supraviețuiască pe termen lung. În cazul celor mai puțin performante, există riscul să dispară în mod progresiv.

Comportamentul contractanților este pasibil să genereze două tipuri de probleme:

- unele care vizează hazardul moral, deoarece comportamentul unui contractant poate să difere de ceea ce el se angajase să facă în contextul contractului;
- altele ce reflectă o situație în care, înainte de a semna, unul dintre contractanți a ascuns celelalte părți anumite informații.

Se deduce că, după natură, contractele sunt imperfecte și incomplete. Mai mult, acționarii nu au capacitatea, totdeauna, de a evalua și de a controla acțiunile, rezultatele

și eforturile conducătorilor. Ei sunt chiar tributari managerilor, pentru obținerea informațiilor cheie, referitoare la performanțele realizate de întreprinderi.

Interesele acționarilor și managerilor sunt divergente în privința riscurilor. Adesea, acționarul deține titlurile mai multor societăți, pentru a diversifica portofoliul său. În teorie, el este gata să accepte o asumare mai mare a riscurilor, fără ca aceasta să însemne și punerea în pericol a patrimoniului său. Invers, managerul are o înclinație mai scăzută, de regulă, pentru a-și asuma riscuri, deoarece el concentrează cvasiintegral patrimoniul său uman, financiar și relațional, în aceeași întreprindere. În general, conducătorii sunt penalizați atunci când întreprinderea lor afișează rezultate nesatisfăcătoare. Situația inversă nu este totdeauna adevărată. Ca atare, ei vor avea interesul de a pune în operă strategii puțin riscante.

Cadrul de analiză al teoriei agenției se bazează, după cum am precizat anterior, pe noțiunea de contract și, de aici, pe noțiunile de reprezentare și de delegare. Acest cadru este susceptibil să explice un număr mare de fenomene observate în structurile întreprinderii. Totodată, el permite să se pună în evidență existența de conflicte sau de probleme de agenție atribuibile relațiilor de cooperare.

Problemele de agenție presupun existența a două condiții: de mediu și de comportament. Pentru *mediu*, trebuie acceptată ipoteza unui *univers nesigur* și a unei *informări asimetrice*. Dacă n-ar exista incertitudine, încheierea de contracte s-ar face fără să se angajeze costuri semnificative. Fără asimetrie informațională, o parte ar putea observa și verifica dacă o a doua parte execută corect contractul. Din punct de vedere al ipotezelor comportamentale, agenții sunt considerați a maximiza *propria lor funcție de utilitate*. Ei sunt capabili să anticipeze, în mod rațional, incidența relațiilor de agenție.

Teoria agenției a avansat și principalele motive pentru care interesele managerilor ar putea să fie divergente cu cele ale acționarilor. Dar teoria consideră că mecanisme interne și externe vor permite o aliniere a intereselor celor două părți.

Pentru *mecanismele disciplinare interne*, în principal, este vorba:

- *Despre dreptul la vot al acționarilor*, în cadrul adunărilor generale: într-adevăr, acționarii sunt chemați să voteze, în fiecare an, pentru aprobarea situațiilor financiare și să se pronunțe asupra unui număr de probleme ce se cer a fi soluționate. Exercițarea acestui drept de vot poate să le permită sancționarea echipelor de conducători, atunci când activitatea acestora din urmă este socotită puțin performantă.
- *Despre controlul Consiliului de administrație*: teoreticienii „agenției” consideră că un consiliu de administrație este mecanismul de control cel mai important. El este însărcinat, în special, cu revocarea echipelor de conducere insuficient performante.

- *Despre modul de interesare a managerilor*: cu cât aceștia dețin mai multe acțiuni, cu atât obiectivele lor ar trebui să fie aliniată cu cele ale acționarilor. Bazând remunerarea lor pe performanțele realizate și atribuindu-le acțiuni sau acțiuni-optiuni (stock-options), teoretic, acționarii ar trebui să favorizeze convergența intereselor.
- *Despre supravegherea reciprocă*: salariații sunt evaluați, în permanență, pe piața forței de muncă, ceea ce face ca valoarea lor pe această piață să fie legată, în general, de rezultatele întreprinderii la care lucrează.

Pentru *mecanismele disciplinare externe*, în principal, este vorba:

- *Despre piața financiară*: dacă acționarii percep că managerii manifestă atitudini de oportunism și/sau ei nu gestionează conform intereselor proprietarilor, este probabil că ei își vor vinde titlurile, manifestându-și astfel nemulțumirea (ceea ce presupune o anumită eficiență a piețelor financiare).
- *Despre piața de muncă a conducătorilor*: ca orice salariat, managerii sunt evaluați pe piața forței de muncă. Teoretic, cei mai performanți dintre ei sunt cei mai căutați și cel mai bine remunerați. Cum managerii pot fi revocați în orice moment de către consiliul lor de administrație, este important ca ei să se bucure de o bună reputație, pentru a ocupa o poziție cât mai interesantă pe piața forței de muncă. O atare preocupare trebuie să îi incite pentru a gestiona și a răspunde favorabil intereselor acționarilor.
- *Despre concurența pe piața bunurilor și serviciilor*: dacă asistăm la o concurență mare, o întreprindere care este defectuos gestionată se găsește în situația de a avea o competitivitate degradată.

5. Convergență sau divergență în modelele utilizate în Europa pentru guvernarea întreprinderilor?

În lumea occidentală, mai ales cea a țărilor dezvoltate, se confruntă două modele de guvernare a întreprinderilor: modelul shareholder și modelul stakeholder.

Modelul de tip shareholder este modelul întâlnit în țările anglo-saxone. Obiectivul de atins este *maximizarea valorii pentru acționari*, adică profitul și cursul bursier. În aceste țări, piețele financiare sunt foarte dezvoltate, iar capitalul întreprinderilor este relativ atomizat. În aceste condiții, managerii sunt controlați de către adunările generale ale acționarilor și, mai ales, prin piețele luărilor de control (atunci când entitățile nu sunt suficient de performante, acționarii minoritari vând titlurile lor, ceea ce face să asistăm la o scădere a cursurilor și la o creștere a riscurilor de luări ostile în control: oferte publice de cumpărare). În condițiile în care managerii riscă să fie

îndepărtați, în situația de luare ostilă în control, ei vor fi incitați să gestioneze o întreprindere conform interesului acționarilor.

Modelul de tip stakeholder este prezent în majoritatea țărilor europene (cu excepția anumitor țări din nordul continentului și a Marii Britanii). Pentru acest model, obiectivul de atins este mai puțin maximizarea bogăției acționarilor, cât apărarea interesului ansamblului părților implicate, într-un fel sau altul, în viața întreprinderii (salariați, parteneri comerciali, acționari, manageri etc.). În modelul de tip stakeholder, piețele financiare nu sunt foarte dezvoltate, iar capitalul întreprinderilor este controlat, adesea, de acționari puternici, care dețin o parte semnificativă (singuri sau prin intermediul mai multor blocuri de control). Acționarii puternici sunt cei care protejează managerii în fața amenințărilor de luări ostile în control. Diverși autori observă că, prin acest model, și alte părți participante la procesul de guvernare a întreprinderilor exercită un control asupra conducătorilor (este vorba, în special, despre bănci, sindicate, clienți, puterea publică etc.). Franța și Germania sunt exemplele tip ale acestui model de guvernare (în Germania, se vorbește despre capitalismul renan, pentru a evoca maniera în care se structurează relațiile foarte puternice între bănci și industrie).

Convergența modelelor și sistemelor de guvernare europene și internaționale presupune existența unui model superior celorlalte, cu alte cuvinte mai eficient din punct de vedere politic, economic și social. Eventualitatea unui atare fenomen ne conduce la ideea alinierii ansamblului țărilor Uniunii Europene la exemplul anglo-american, adică la întreprinderi care au recurs, în mod masiv, la piețe financiare, la acționariatul difuzat într-o guvernare de tip acționarial. Având în vedere diferențele culturale uriașe între țările europene și progresul timid pe care economiile sud-estice ale bătrânului continent îl fac în această zonă a managementului, finanțelor și contabilității, procesul de convergență a sistemelor de guvernare pare un pariu greu de câștigat.

În mod tradițional, distincția între țările anglo-saxone și cele european-continentale, în materie de guvernare a întreprinderilor, a fost exprimată în termeni de structură, referitoare la reglementarea fie prin intermediul piețelor financiare, fie prin recursul la bănci. Ea a îmbrăcat forma unor explicații juridice, politice, concurențiale și prin analiza investitorilor instituționali.

O lucrare de dată mai recentă (La Porta, et al., 1999), procedând la abordare empirică, referitoare la geografia capitalului întreprinderilor din 27 de țări, a permis să se observe că:

- întreprinderile cu capital difuz sunt mai bine reprezentate în țări care oferă o bună protecție a acționarilor;
- controlul familial este mai prezent în țările cu o slabă protecție a drepturilor acționarilor;
- controlul prin forța puterii publice a firmelor cotate este răspândit, în special, dacă protecția acționarilor este slabă;

- controlul prin intermediul băncilor sau al întreprinderilor cu capital dispersat este puțin frecvent;
- piramidele (acestea sunt prezente când acționarul principal controlează întreprinderea prin intermediul, cel puțin, al unei alte firme cotate) și deviațiile de la regula „o acțiune, un vot” sunt mai frecvente în țările care oferă o slabă protecție a acționarilor.

Din cele de mai sus, se deduce că mondializarea nu este în mod obligatoriu similară cu uniformizarea. Dincolo de discursul în jurul supremației „modelului unic” de management nord-american. Și de controversa „convergență sau divergență în modelele de guvernare a întreprinderilor”. Este ușor de dedus că modelul de guvernare a întreprinderilor unei țări este o construcție politică, juridică, economică, financiară, socială și contabilă, dependentă de natura societății și de evoluția acesteia. Mondializarea conferă un plus convergenței: pledoarie pentru modelul shareholder. Diferențele culturale pledează pentru recursul la una din variantele modelului stakeholder.

6. Întârzieri și incoerențe în implementarea unui sistem de guvernare a întreprinderilor în România

Guvernarea întreprinderilor apare în țara noastră, din punct de vedere conceptual și reglementar, abia la începutul anilor 2000. Întârzierea are ca explicație pașii anevoioși făcuți pe linia reformelor politice, juridice, economice și sociale. Politicile guvernamentale de liberalizare a economiei târâgănează aproximativ un deceniu, după 1990. Este cvasiabsentă o strategie privind dezvoltarea sectoarelor care să valorifice tradițiile, resursele umane și cele tehnologice ale societății românești. Bursa de valori marchează primele tranzacționări începând cu 1995. Comisia de Valori Mobiliare își îndeplinește îndoielnic misiunea de supraveghere a circulației valorilor. Pentru a nu analiza în detaliu și neimplicarea „de facto” în controlul calității informațiilor publicate de societățile cotate în rapoartele lor financiare, în ton cu ceea ce reprezintă politicile moderne de recunoaștere și evaluare a diferitelor investiții financiare.

Dificultățile cu care s-a confruntat sectorul bancar, în deceniul trecut, au condus la o implicare minoră a acestuia în sistemul de finanțare și la lipsa de încredere pe care au manifestat-o partenerii acestora, la care se adaugă cea a acționarilor minoritari, în cazul unor instituții financiare românești și cu capital străin. În rezumat, este greu să acceptăm că atributul de economie funcțională de piață poate fi asociat țării noastre, fără a admite doza de toleranță a partenerilor europeni și internaționali.

Urmărind cu atenție procesul de conducere și de control al întreprinderilor în contextul apariției conceptului

de „corporate governance” în țara noastră, nu putem să nu sesizăm unele inconsecvențe fundamentale:

- lipsa unei analize de detaliu privind raporturile între proprietari și manageri;
- precizarea cu claritate a amplitudinii și rolului celorlalte părți care sunt atrase în procesul de guvernanta;
- stabilirea semnificației conceptelor de piață eficientă și de piață activă și utilizarea lor în practică;
- implicarea cu profesionalism și corectitudine a auditorilor în guvernanta întreprinderilor;
- promovarea în economia românească a unui sistem contabil în acord cu evoluțiile internaționale și europene și asigurarea pârghiilor de control pentru o informare financiară sinceră, relevantă, fiabilă, inteligibilă, comparabilă și semnificativă.

Respectând coordonatele teoriei politico-contractuale a contabilității, să admitem ipoteza că orice persoană confruntată cu o alegere de politici contabile, în contextul unui proiect de normă contabilă, va acționa pentru maximizarea bogăției personale. Dacă managerul stabilește că bunăstarea sa depinde de valoarea de piață a întreprinderii pe care o conduce, el va fi interesat să cunoască efectul oricărei decizii în domeniul contabilității asupra valorii de piață a titlurilor.

Teoriile financiare avansează adesea ipoteza că obiectivul maximizării utilității sperate a managerilor coincide cu cel al acționarilor. De aici, conducătorii de întreprindere își alocă priceperea lor pentru a realiza interesul proprietarilor prin aplicarea politicilor adecvate maximizării valorii de piață. Unii cercetători au examinat reacția piețelor financiare față de propunerile privind schimbările în regimurile de participare la rezultate (care cuprinde sau nu opțiunile de cumpărare a acțiunilor).

Dacă vorbim despre titluri, de evaluarea lor, trebuie să precizăm că recursul la piețe, ca modalitate de evaluare a activelor financiare, este bazat pe ipoteza că piețele sunt eficiente. Pe planul informațional, o piață este eficientă dacă orice informație care a contribuit la evaluarea activelor financiare, negociate pe o astfel de piață, este imediat reflectată în cursuri. Atunci când o piață este eficientă, cursul titlurilor furnizează o estimare bună a valorii reale a unei întreprinderi, pentru că este socotit că el integrează ansamblul informațiilor disponibile.

Apare ca evident faptul că, în materie de guvernanta a întreprinderilor, țara noastră trebuie să aleagă un model de tip stakeholder. Care sunt structurile și funcționalitatea unui atare model? Un pariu pe care specialiștii au datoriat să-l câștige fără echivocuri și întâzieri.

Bibliografie

- Aman, B. (1999), *La théorie des droits de propriété*, De nouvelles théories pour gérer la firme, Economica, Paris
- Collette, C., Richard, J. (2000), *Comptabilité générale. Les systèmes français et anglo-saxons*, Dunod, Paris
- Feleagă, N. (1999), *Sisteme contabile comparate*, vol. 1 *Contabilitățile anglo-saxone*, Economica, București
- Feleagă, N. (2004), *Despre guvernanta corporativă și contabilitate*, Economistul, 7 iulie, București
- Feleagă, N. (2005), *Revenire asupra guvernantei corporative*, Economistul, 13 ianuarie, București
- Feleagă, N. (2005), *Revenire asupra guvernantei corporative și a contabilității*, Economistul, 27 ianuarie, București
- Furubotn, E.G., Pejovich, S. (1972), *Property Rights and Economic Theory*, Journal of Economic Literature
- Gomez, P.Y. (1996), *Le gouvernement de l'entreprise*, InterEditions
- Gomez, P.Y. (2001), *La république des actionnaires*, Syros
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., *Corporate Ownership Around the World*, Journal of finance, vol. 54, nr. 2, 1999