

Contribuția bunei guvernări corporative asupra creării de valoare a companiei

Alexei SÂRBU
Petrotel-Lukoil SA

Abstract

In spite of the fact that many successful foreign companies pay special attention to reporting preparation with the view of value reporting creating, only some home companies are willing to adopt this experience. The factors for value reporting creation are effective only when clear mechanism for decision-making and decision execution control is arranged on different company management levels, inside the company (when its main departments interact among themselves) and outside the company (when presenting its information to its investors and shareholders) and when there are no information gaps; in short, when an effective system of corporate governance is available in the company).

Keywords: *Corporate governance; Value reporting creating; Value-based management (VBM); Value-based indicators; Economic Value Added (EVA).*

JEL classification: D46, G34.

În ciuda faptului că companiile străine de succes acordă o importanță sporită raportării bazate pe crearea de valoare (valoarea de raportare), puține firme autohtone aplică această experiență. În acest articol mă voi ocupa de avantajele unei astfel de raportări, de standardele și liniile directoare pentru pregătirea acesteia.

Modelul existent al raportării corporative nu ia în considerare indicatorii de bază de care în principal sunt interesați investitorii și alți mandatar ai companiilor. Așa zisele standarde uniforme de formare și de raportare încă nu exista, dar

mulți proprietari și manageri încearcă să stabilească aceste standarde (în plus față de raportarea financiară generală propriu zisă) – în primul rând, pentru a înțelege mai bine modul de creare a valorii și, în al doilea rând, pentru a convinge investitorii să investească în companii care sunt orientate spre crearea de valoare.

În ciuda faptului că în majoritatea țărilor furnizarea de informații cu caracter nefinanciar nu este reglementată prin lege, aceste informații reprezintă un interes major pentru investitori. Prin analiză se pot evita multe efecte negative și, de

asemenea, se pot afla răspunsuri la întrebări foarte importante – cum ar fi de exemplu modul de a reduce riscul de investiții ineficiente și, prin urmare, rata de împrumut a companiilor în vederea asigurării unui flux de finanțare pentru realizarea activităților planificate. Prin urmare, este necesar:

- să se obțină informații cu privire la indicatorii de baza nefinanciari ce caracterizează activitatea companiei pentru o anumită perioadă;
- să se explice inițiativele strategice majore ale companiei și cele privind activitățile planificate;
- să se publice o listă de riscuri majore și să se explice sistemul de management.

După o serie de scandaluri corporative (Enron, WorldCom, Parmalat), care au scos la suprafață o serie de fraude și abuzuri fără precedent, a devenit clar că acele companii care au informațiile financiare publicate pot fi interpretate altfel, dacă nu există mecanisme clare de control intern și de gestionare a riscului, un sistem de responsabilități pentru acționarii societății membrii ai consiliului, care încă nu sunt responsabili pentru deciziile luate. Comunitatea investițională și autoritățile publice (de exemplu, comisia de Burse și Titluri de Valori – SEC din SUA; fondurile bursiere și instituțiile: *New York Stock Exchange* – NYSE, NASDAQ) s-au extins și au elaborat o serie de exigențe pentru implementarea unui sistem al guvernării corporative, atât la nivelul legislației (Sarbanes-Oxley Act, anexa la normele de listare la diferite burse de valori) cât și la nivel de standarde în domeniul guvernării corporative. Astfel, Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE) a elaborat un Cod de guvernare corporativă (*Corporate Gov-*

ernance Code), care este o recomandare pentru efectuarea unor proceduri de guvernare corporativă. În multe țări s-au introdus coduri de guvernare corporativă, care de obicei nu sunt obligatorii ci sunt recomandate pentru utilizare. De exemplu, în SUA cerințele de dezvăluire a informațiilor și privind guvernarea corporativă, procedurile, inclusiv cele de gestionare a riscurilor sunt definite în Legea Sarbanes-Oxley (Sarbanes-Oxley Act); în Marea Britanie o anexă la regula de listare la Bursa de Valori din Londra reprezintă codexul mixt etc. Toate aceste documente conțin în esență aceleași cerințe și se bazează pe principii de onestitate, transparență, și responsabilitate.

Diverse organizații au formulat o serie de cerințe privind gestionarea riscului și controlul intern legate de elementele unei bune guvernări corporative: standardele COSO (Comisia cu privire la Sponsorizarea Organizațiilor) privind gestionarea riscului, instrucțiuni privind estimarea riscurilor Turnbull (*Turnbull Review Group Revised Guidance for the Directors on the Combined Code*) și altele. Cerințele privind întocmirea de rapoarte și de informații pentru reprezentanții investiționali sunt reflectate cel mai bine în regulile de cotare la bursele internaționale. Unii experți contabili internaționali recomandă să se prezinte o formă de raportare care să se refere la acele avantaje pe care compania le planifică să le obțină ulterior.

Pentru a determina elementele de bază ale raportării corporative axate pe crearea de valoare se ia în considerare formula pentru crearea de valoare economică adăugată (*Economic Value Added*):

$$EVA = \text{Capital} * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Valoarea este creată doar în caz de exces de returnare a capitalului (ROIC) peste costul mediu ponderat al capitalului (WACC). Astfel, pentru a mări valoarea companiei trebuie să crească ROIC și să se reducă WACC. Deoarece micșorarea WACC este legată de atragerea fondurilor împrumutate la cele mai mici procente anuale, atunci în contextul globalizării afacerilor și apariția pe piața locală a unor jucători la nivel global – companii internaționale de top –, apare necesitatea apelării la piețele internaționale de împrumut. Acest lucru va fi posibil după introducerea practicilor de guvernare corporativă în conformitate cu cerințele și așteptările investitorilor. Legat de cost este important să se reducă costul de finanțare externă a companiei (Figura 1).

Luată în considerare formula ROIC (așa-numitul model de DuPont)¹.

$$ROIC = \text{Venit net/Vânzări} \times \text{Vânzări/Active} \\ \times \text{Active/Capital} = \text{Venit net/Capital}$$

Conceptul strategic legat de indicatorii financiari și non-financiari referitori la diversele activități ale companiei reprezintă baza conceptului privind un sistem echilibrat de performanță, modalitatea de creare de valoare, ca și baza altor concepte similare care ar putea defini relația dintre indicatorii cantitativi și cei calitativi atât la niveluri superioare (cum ar fi obiectivele strategice care vizează creșterea de valoare ale societății), cât și la unele niveluri mai mici. De exemplu, dacă s-ar reduce timpul de prelucrare pentru o singură comandă, atunci va

crește numărul total de comenzi procesate în timpul unei zile, iar viteza fluxului de numerar va depinde de eficiența de lucru cu clienții debitori. Aceasta presupune:

- prezența unui proces de afaceri bine stabilit (emiterea și punerea la dispoziția clientului a contului de plată, scrisori de reamintire etc.);
- asigurarea calității produselor (lipsa de returnări și/sau neachitățile legate de aceste returnări);
- servicii de calitate oferite clientului (reflectate prin creșterea comenzilor repetate).

Compania primește astfel un avantaj competitiv semnificativ: un mai bun sistem de guvernare corporativă².

Toți indicatorii pot fi legați de acei factori de care depinde îmbunătățirea lor – factorii de cost, respectiv: creșterea încasărilor; reducerea costurilor; eficiență în utilizarea de active; eficiență în utilizarea capitalului împrumutat.

În funcție de modelul de decontare a fluxurilor de numerar, valoarea companiei este determinată de mărimea viitoarelor fluxuri de numerar, având în vedere valoarea lor actuală. Astfel, factorul de valoare reprezintă, de asemenea, și accelerarea vitezei fluxului de numerar.

Factorii de creare a valorii sunt valabili numai dacă la diferite niveluri ale conducerii este pus în aplicare un mecanism clar de gestionare și control al deciziilor, în cadrul companiei (prin interacțiunea unităților sale de bază) cât și din

¹ Luând în considerare limitele indicatorului “profit” în raport cu valoarea companiei, îl vom analiza ca o parte integrantă a indicatorului menționat mai sus – EVA.

² Despre avantajul competitiv datorat celui mai bun model de guvernare corporativă, vezi studiul: http://www.ge.com/en/company/investor/corp_governance.htm.

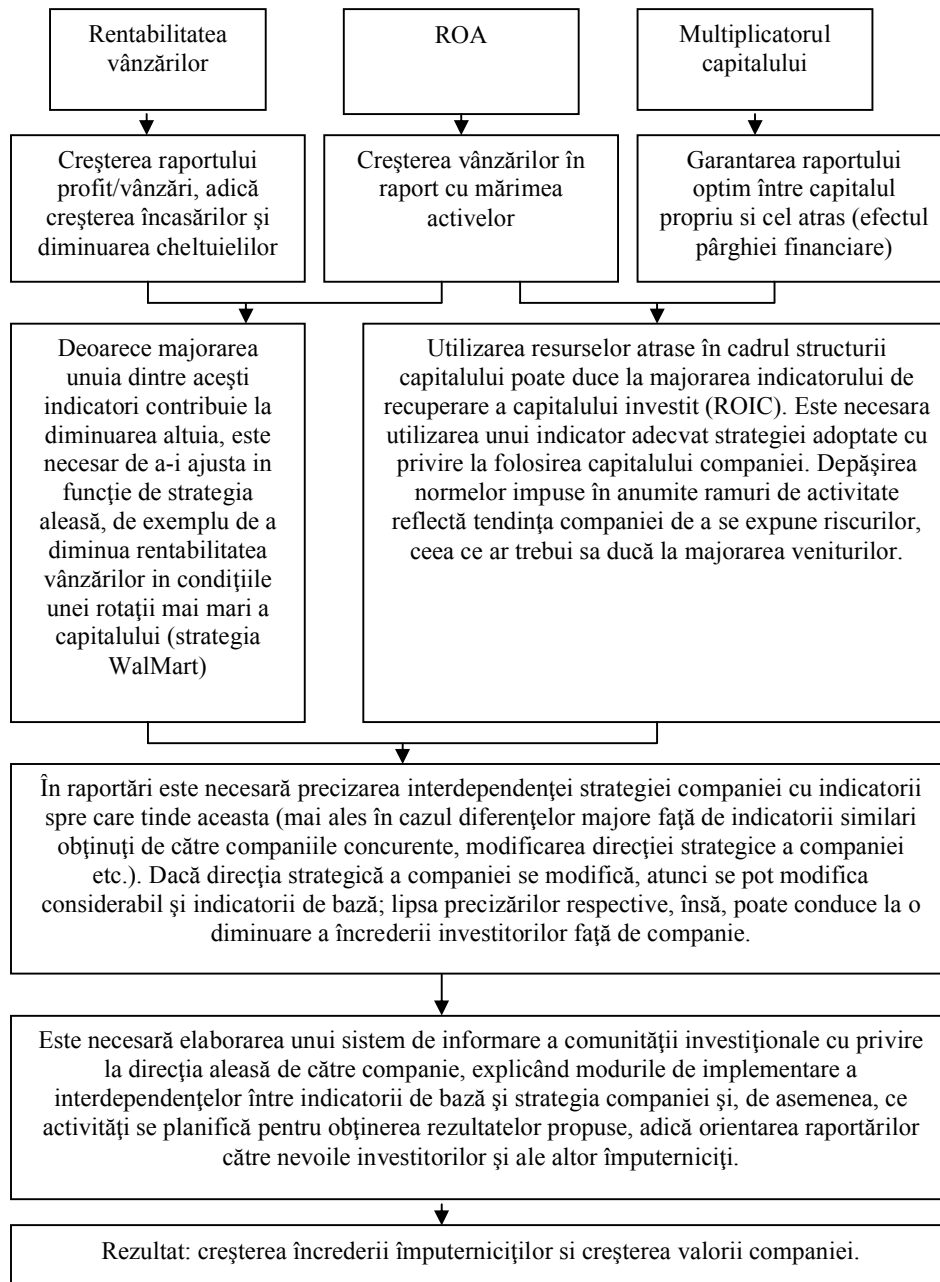


Figura 1

afara companiei (prin intermediul informației furnizate către investitori și acționari), și nu există întreruperi în informații; cu alte cuvinte, dacă există un sistem eficient de guvernare corporativă.

Un sistem bine pus la punct de guvernare corporativă contribuie la creșterea valorii companiei prin crearea de mecanisme eficiente de gestionare și de adoptare a unor decizii fundamentale, ce vor asigura o activitate continuă a tuturor factorilor de creare a valorii.

Potrivit companiei McKinsey, un sistem corespunzător de guvernare corporativă crește valoarea companiei, în funcție de regiune, cu 14-30%. Acest indicator este influențat, de asemenea, de eficiența legală, normativă, cât și de infrastructura informațională și cea de piață dintr-o țară anumită. Cercetările în domeniul guvernării corporative arată prezența unei legături directe între capitalizarea de piață a companiei și nivelul guvernării corporative³.

Pentru a atrage finanțări externe și pentru a avea acces la piețele internaționale de capital trebuie convinși investitorii că societatea se orientează spre crearea de valoare și spre o guvernare în conformitate cu obiectivele acționarilor – adică, în cadrul companiei este creat un sistem de guvernare corporativă. Punctele de vedere ale experților în ceea ce privește interpretarea conceptului diferă. În vizualizarea clasică principalul obiectiv al guvernării corporative reprezintă deținerea

relației dintre proprietarii de capital – proprietarii de firme – și managerii angajați pentru a permite adoptarea unor decizii bazate pe unele informații relevante despre activele proprietarilor.

După cum s-a menționat mai sus, cerințele pentru sistemul de guvernare corporativă sunt adoptate la nivel legislativ – în cele mai bune practici în materie de guvernare corporativă. În conformitate cu aceste cerințe, companiile trebuie să publice în timp util informații adecvate privind rezultatele financiare și cele operaționale. Pentru companiile cu nivel ridicat de guvernare corporativă, standardele de dezvăluire în timp și de transparență a informațiilor sunt foarte mari, ceea ce permite acționarilor, creditorilor și a altor părți interesate să monitorizeze eficient activitatea conducerii și rezultatele firmei (financiare, de producție etc.)

Deoarece investitorii sunt interesați să investească în companiile cu sistem transparent de guvernare corporativă, sunt stabilite o varietate de proceduri de evaluare pe baza cărora se alcătuiesc *rating*-uri (pentru fondurile de investiții reciproce, capitalul de risc, fondurile de pensii) și se efectuează evaluări ale guvernării corporative a “portofoliului” societăților și companiilor ca potențiale obiecte de investiții.

În cadrul creării sistemului de bună guvernare corporativă și, ulterior, divulgarea de informații utile, pentru managerii de companii este important să cunoască principiile guvernării corporative, precum și metodologiile de evaluare și de atribuire a *rating*-ului, pentru a acorda o atenție tuturor elementelor din sistem. De exemplu, în funcție de *rating*-ul sistemului de guvernare corporativă *Standard and Poors* este apreciat pentru eficacitatea interacțiunii între managementul

³ Astfel, conform cercetărilor agenției *Global Rating International*, această dependență se reflectă într-un *rating* mai mare al sistemelor de guvernare corporativă a companiilor a căror capitalizare de piață este mai înaltă. O mai mare capitalizare se datorează unui nivel mai înalt de guvernare corporativă în cadrul companiilor; <http://www.gmiratings.com/Release20050306.html>.

companiei, directori, acționari și alte părți interesate, și mai presus de toate, pentru structura și managementul proceselor.

În conformitate cu cerințele privind conținutul informației, situațiile financiare și informațiile redade trebuie să utilizeze un limbaj clar, bazându-se pe cele mai bune standarde internaționale.

O atenție deosebită trebuie acordată atât informației financiare, cât și celei non-financiare, definind clar standardele de raportare financiară, pentru a indica toate datele privind cotele acționarilor minoritari în filiale, tranzacțiile intracomunitare ale companiilor și relațiile cu părțile cointeresate. Pentru acest lucru este necesară analiza următoarelor elemente:

- standardele de raportare financiară;
- declarațiile financiare puse la dispoziție acționarilor și investitorilor;
- detalierea informațiilor:
 - de producție;
 - privind tranzacțiile cu acționarii minoritari, tranzacțiile intracomunitare ale companiilor și relațiile cu părțile cointeresate;
 - privind guvernarea corporativă;
 - privind documentele constituționale ale companiei (statutul, regulamentele interne etc.);
- raportări privind politica socială și de protecție a mediului.

Este evident că lipsa de acces la informații sau accesul cu întârziere la acestea, ca și punere lor incompletă la dispoziție (chiar dacă există un bun sistem de guvernare corporativă) creează un vid de informații, care contribuie la reducerea valorii companiei prin diminuarea interesului investitorilor, deoarece cresc riscurile. Prin urmare, este necesar să se ofere informații în timp util autorităților

de stat, analiștilor, investitorilor, iar pentru relațiile cu investitorii – să se creeze un site (de exemplu, cum este secțiunea “Investor Relations” / “Impressum” pe site-urile celor mai mari companii din lume). Deci, este foarte importantă evaluarea oportună și accesibilă a informațiilor:

- raportarea la organele de reglementare;
- accesul la informațiile publice;
- procedurile de redare a informațiilor privind activitățile companiei și informațiilor care ar putea avea un impact asupra pieței;
- frecvența și oportunitatea prezentării informațiilor despre companie;
- relevanța;
- elaborarea prezentărilor adresate investitorilor;
- accesibilitatea datelor existente în sediul central al companiei, pentru toți acționarii;
- raportările adresate acționarilor;
- calitatea site-urilor și publicarea *online* a raportărilor.

De asemenea, este evaluat procesul de audit. În conformitate cu practicile de bună guvernare corporativă, pentru asigurarea funcționării eficiente a consiliului director se formează diferite comisii, inclusiv și cea de audit, care au sarcina de a exercita controlul atât asupra procesului de elaborare a situațiilor financiare, precum și asupra mecanismelor privind controlul intern și gestionarea riscului.

În cadrul acestui proces se analizează următoarele probleme:

- mecanismul de selecție a experților audit;
- punerea la dispoziția experților servicii, altele decât cele de audit;
- politica de rotație a experților audit;

- independența comisiei de audit;
- membrii comisiei de audit și pregătirea acestora;
- prezența dispozițiilor privind comisiile de audit;
- competențele și responsabilitatea comisiei de audit;
- cerințele către membrii comisiei de audit;
- controlul intern;
- gestionarea riscului.

În cadrul structurii de guvernare a companiei sunt prevăzute structura proprietății și influența externă asupra procesului de guvernare din partea altor părți cointerestate (acționari minoritari, alții ce nu au nici un interes financiar, cum ar fi angajații companiei, comunități, precum și organele de stat și cele de reglementare). Sunt evaluați următorii factori:

- raportările companiei privind politica socială și de protecție a mediului, cu furnizarea de date relevante privind activitățile sale;
- prezența confruntării cu persoane de interes financiar, care ar putea afecta negativ activitățile companiei pe termen lung;
- programele orientate către realizarea intereselor legitime ale diferitelor părți interesate;
- influența excesivă a părților interesate externe, contrar intereselor acționarilor;
- politica companiei în sensul întocmirii de acorduri cu investitori și cu părțile cointerestate;
- cazuri de posibile conflicte între companie și părțile necointerestate din punct de vedere financiar, cât și posibile conflicte cu organele de reglementare;
- structura și eficiența consiliului direc-

torilor și capacitatea acestuia de a oferi o monitorizare independentă asupra calității managementului;

- raportările către acționari și altor părți cointerestate;
- principii și proceduri de motivare a membrilor consiliului director și a conducerii companiei;

Exemplificând o raportare orientată pe crearea de valoare, vom analiza conceptul utilizat în raportul anual al unei companii americane producătoare de echipamente pentru *catering* și gheață Manitowoc.⁴

Strategia companiei are la bază următoarele priorități: crearea de know-how; construirea; extinderea.

În conformitate cu aceste priorități sunt definite orientările de dezvoltare a unei companii până în anul 2010 (Tabelul 1).

Compania declară că în centrul atenției conducerii se află îmbunătățirea indicatorului EVA și dezvoltarea schimbării lui în dinamică.

Ca un exemplu de întocmire a rapoartelor orientate spre crearea de valoare, companiile ar trebui să examineze rapoartele anuale ale companiilor-lideri, deoarece raportul anual este unul din principalele documente în care sunt publicate informații cu privire la activitățile companiei din anul precedent, comparativ cu perioadele anterioare, precum și strategiile sale de dezvoltare. Aceste informații sunt adresate investitorilor și mandatarilor principali. În ciuda faptului că scopul întocmirii acestor rapoarte este de a le prezenta autorităților de stat, multe companii dezvoltă aici mai multe informații, nu obligatorii în conformitate cu legea, dar recomandate în conformitate cu cele mai bune practici.

⁴ <http://library.corporate-ir.net/library/61/618/61844/items/192722/MTW05ar.pdf>.

Tablelul 1: Principalele orientări de dezvoltare ale companiei Manitowoc până în 2010

Domeniul de activitate	Scopuri
Creștere	De a deveni lider mondial pe piață în domeniul său.
<i>Know-how-ul</i>	Crearea “valorii exclusive” prin intermediul definirii clare a fluxurilor de creare a valorii (<i>value stream</i>), utilizând tehnologii avansate și implementând continuu elemente de know-how, procese și servicii orientate spre îmbunătățirea relațiilor cu clienții și creșterea valorii brand-ului companiei.
Orientare către client	Tendința de a deveni o companie globală, integrată, un furnizor cât mai bun pentru colaborare.
Creștere a performanțelor operaționale	Obținerea avantajelor competitive în cadrul proceselor de producție și de desfacere.
Resurse umane și dezvoltare organizațională	Atragerea, angajarea și motivarea personalului, consolidarea structurii organizaționale, capabile de a deveni un lider pe piața mondială.
Creare de valoare	Îmbunătățirea continuă a indicatorului valorii economice (<i>economic value</i>) ca rezultat a creșterii veniturilor și utilizării eficiente a capitalului.

Legislația multor țări prevede că în anexele rapoartelor anuale companiile publice sunt obligate să dezvăluie toate neconcordanțele cu cerințele în materie de guvernare corporativă. Raportul anual conține, de asemenea, informații cu privire la diferite aspecte ale activităților companiilor având drept scop creșterea valorii. Pe baza analizei anuale a companiilor în topul Fortune 500, precum și a companiilor ale căror rapoarte orientate spre crearea de valoare⁵, putem evidenția următoarele secțiuni:

1. Monitorizarea pieței - suficient de de-

⁵ Vezi informațiile cu privire la secțiunile raportărilor orientate spre crearea de valoare, precum și rapoartele anuale ale companiilor de pe site-ul *valuereporting.com*.

taliată pentru a reflecta managerilor principalele tendințe ale pieței (investitorii sunt interesați de evaluarea perspectivelor de dezvoltare a pieței, pentru a compara concluziile proprii cu cele ale evaluatorilor).

2. Misiunea companiei.
3. Strategia companiei, cu precizarea activităților concrete și termenilor stabiliți în care se planifică atingerea obiectivelor propuse. Ea ar trebui să descrie *know-how-ul* ce urmează a fi implementat, activitățile de cercetare - dezvoltare, examinarea avantajelor și dezavantajelor proprii în comparație cu alți competitori și stabilirea perspectivelor pe o anumită piață.
4. Calitatea managementului, inclusiv informațiile despre top-managerii com-

- paniei, precum și metodele și stilul lor de conducere.
5. Modelul Business ales de management, cu explicațiile de rigoare.
 6. Politica în domeniul responsabilității sociale corporative.
 7. Politica în domeniul protecției mediului (de exemplu, în raportul anual al companiilor metalurgice sau companiilor aeriene vor trebui specificate măsurile de reducere a emisiilor de substanțe nocive în atmosferă).
 8. Indicatorii financiari (comparativ cu perioadele anterioare, precum și cu indicatorii similari ai marilor competitori).
 9. Politica în domeniul raportărilor financiare.
 10. Informații cu privire la structura capitalului, inclusiv pe segmente de afaceri, comparativ cu obiectivele propuse în strategie, precum și cu cele ale altor companii.
 11. Guvernarea corporativă. În această secțiune, este necesară menționarea elementelor de bază ale guvernării corporative, publicarea standardelor acestei guvernări adoptate de către companie, codul etic corporativ și, de asemenea, explicațiile cu privire la compatibilitatea (sau incompatibilitatea) acestor elemente aplicate în guvernarea corporativă. În scopul informării operative a comunității investiționale prin intermediul site-ului corporativ, se publică informații despre toate modificările în guvernarea corporativă, și anume:
 - adresa sediului central;
 - persoanele de contact responsabile pentru lucrul cu investitorii;
 - date cu privire la audit și registratură;
 - data, ora și locul întrunirilor anuale ale acționarilor;
 - date cu privire la plata dividendelor, emiterea acțiunilor, numărul deținătorilor de acțiuni.
 12. Managementul riscului. Caracterizarea riscurilor majore la care este supusă afacerea companiei. O bună practică este considerată precizarea activităților de gestionare a riscului și a controlului intern sau activitățile care prevăd reducerea riscurilor în cadrul sistemelor și controalelor interne deja implementate.
 13. Evaluarea de către manageri a procedurilor de control.
 14. Glosar de termeni utilizați în raportare.
- Companiile pot dezvălui, de asemenea, informații suplimentare, ținând cont de caracteristicile specifice unei anumite ramuri de activitate.
- Analizând rapoartele diverselor companii ajungem la următoarea concluzie: cu toate că sunt dezvăluite aceleași elemente, formatele diferă, din cauza lipsei unui standard unic. Cu toate acestea, anumite cerințe și recomandări, cu privire la procedurile sugerate pentru o bună guvernare corporativă și la responsabilitatea socială și de mediu, pot servi ca model pentru companiile care sunt interesate constant de creștere, inclusiv prin accesul la piețele internaționale de capital.
- În plus, față de raportul anual există și alte surse de informații pentru investitori:
- raportările analiștilor investiționali;
 - bazele de date ale burselor (baze de date, cum ar fi *EDGAR Securities and Exchange Commission*);
 - comunicatele de presa ale companiilor;
 - raportările asociațiilor din diferite sectoare ale industriei;

– publicări în presa de afaceri.

Publicarea informațiilor adecvate despre companie prin astfel de surse contribuie la crearea unei imagini pozitive ale companiei față de investitori și alți mandatarî ceea ce are ca urmare creșterea valorii companiei.

Diversele metodologii de evaluare a guvernării corporative propun un “set” de cerințe bine definite, iar pentru crearea acestui sistem de guvernare corporativă este necesară alegerea acelor principii pe

baza cărora vor fi puse în aplicare inițiativele strategice ale companiei orientate spre crearea de valoare pentru acționari.

Deci, în cadrul procesului de pregătire a raportărilor orientate spre crearea de valoare, trebuie să se țină cont de faptul că o bună guvernare corporativă poate duce la consolidarea încrederii investitorilor și altor mandatarî, iar în consecință, există perspective noi pentru dezvoltarea unor astfel de companii.

