



Valoarea economică adăugată. O cercetare empirică

Roxana-Mihaela SULGER

Abstract

The measure of the economic value has become a widely debated issue because, nowadays, more and more companies are focusing on creating value for their shareholders. Due to the fact that the traditional methods are not strongly related to the actual value created, the study focuses on finding out if EVA is a more accurate method and more successful than the ones companies currently use. EVA promises an effective way to manage shareholder value. It aligns management's objectives with those of the shareholders', improves accountability and enables better performance analysis. Therefore, it is not surprising that EVA, as a management tool, is in the spotlight.

Keywords: *Economic Value Added, Value Based Management, Return on Investment, Return on Equity, Earnings per share, Total shareholder Return, Market Value Added.*

JEL classification: G31, M21.

1. Delimitări conceptuale

1.1. Managementul bazat pe valoare

Pe măsură ce companiile s-au dezvoltat tot mai mult, mediul economic concurențial a devenit tot mai complex și activitatea firmelor s-a diversificat, este nevoie de noi instrumente și tehnici manageriale mai performante care să permită

firmelor să depășească obstacolele din ce în ce mai numeroase și mai costisitoare. Mai ales în ultimii ani, managementul tradițional, bazat pe analiza și interpretarea datelor contabile, și-a dovedit incapacitatea de a evalua și de a exprima, într-o manieră cât mai clară și cât mai corectă, performanțele reale ale companiilor. Datele contabile s-au dovedit a fi caracterizate prin subiectivism și lipsa transpa-

renței. Ele sunt ușor manipulabile și nu dau siguranță luării celor mai bune decizii investiționale atunci când sunt luate ca fundament decizional. În aceste condiții, s-a impus o schimbare în atitudinea managerilor. Acum, aceștia tind să mute accentul dinspre maximizarea veniturilor înspre maximizarea valorii create pentru acționari, dinspre folosirea cu precădere a datelor contabile înspre folosirea dinamicii fluxurilor de numerar. Ca o soluție la provocările cu care se confruntă sistemele manageriale tradiționale a fost propusă implementarea unui management bazat pe valoare.

Trecerea de la fundamentarea deciziilor de natură financiară pe criterii bazate pe venitul contabil la fundamentarea lor pe criterii ce vizează valoarea creată pentru acționari este un proces pe care îl parcurg multe firme ce operează în spațiul comunitar european.

Managementul bazat pe valoare (MBV) exprimă înclinația managementului spre maximizarea valorii companiei, obiectivul principal al noii filozofii fiind maximizarea averii acționarilor. Managementul bazat pe valoare încearcă să evite erorile manageriale datorate analizei datelor contabile, utilizând în acest scop tehnici manageriale, elemente de cultură organizațională și instrumente de măsurare a performanțelor manageriale specifice. Dovedindu-și superioritatea față de abordarea tradițională, managementul bazat pe valoare devine o filozofie adoptată și promovată de marile firme internaționale de consultanță și planificare financiară.

“Managementul bazat pe valoare este

un concept managerial în care principalul scop al companiei este maximizarea averii acționarilor. Obiectivul firmei, strategia, mecanismele sale, tehnicile de analiză financiară, indicatorii de performanță și cultura sunt în slujba ideii de maximizare a valorii creată pentru acționari” [Arnold, 2003].

În întreprinderile din țările de origine anglo-saxonă și mai recent și în Europa, atenția se concentrează asupra valorii create pentru acționari. Ca urmare a cercetărilor companiei de consultanță managerială McKinsey&Co s-a evidențiat, pe de o parte, faptul că activitățile orientate spre maximizarea averii acționarilor par să fie mai performante decât celelalte tipuri de activități economice și, pe de altă parte, că în cazul implementării unui management bazat pe valoare în întreprinderile ceilalți deținători de interese (*stakeholders*) nu au nimic de pierdut ca urmare a orientării firmei spre crearea de valoare pentru acționari, ba chiar obțin și ei beneficii suplimentare ca urmare a îmbunătățirii situației întreprinderii.

Oricum, aceasta nu este singura schimbare în ce privește obiectivele managementului unei companii, din moment ce managerii încep să-și dea seama că indicatorii tradiționali bazați pe venituri nu reflectă valoarea reală creată. Aceste instrumente tradiționale de măsurare a performanței manageriale fiind bazate pe date contabile nu iau în considerare riscul, nici influența inflației, nici costul de oportunitate. Specialiștii financiari de la Stern-Stewart&Co au numit această schimbare de abordare trecerea de la managementul bazat pe venituri la manage-

mentul bazat pe valoare (*the switch from "managing for earnings" to "managing for value"*) [Stern ș.a., 1999].

Companiile caută și vor căuta să implementeze un sistem managerial care să sprijine atingere cât mai multor ținte strategice. Managementul bazat pe valoare se pare că este cea mai potrivită filozofie managerială în condițiile dinamicii mediului economic actual. Managementul bazat pe valoare propune instrumente de măsurare a performanței la niveluri diferite de organizare: atât la nivelul întregii întreprinderi cât și la nivel de proiect; contribuie apoi și la buna comunicare internă a companiei cât și spre exterior.

Trecerea unei întreprinderi de la un management bazat pe venituri la un management bazat pe valoare va avea efecte importante asupra aspectelor vieții organizației. Strategiile de investire și de dezinvestire pot fi modificate în sensul că se vor ghida după principiul maximizării averii acționarilor. Structura capitalului și politica de dividend vor fi stabilite în funcție de modul în care creează valoare pentru acționari și nu urmărind creșterea siguranței sau a veniturilor. Măsurarea performanței, stabilirea țăntelor și remunerarea managerilor devin strâns legate de modificarea averii acționarilor mai degrabă decât de modificarea veniturilor contabile. Înțelegerea noului concept managerial de către companie necesită rezolvarea unor provocări de ordin educațional și motivațional. O schimbare a culturii întreprinderii este necesară atingerii scopului principal: maximizarea averii acționarilor. Reeducarea și schimbarea sistemului de recompensare a personalu-

lui sunt necesare pentru o bună implementare a acestui nou concept de management bazat pe valoare, orientat înspre obținerea de valoare pe termen lung.

Ce aduce nou managementul bazat pe valoare, ca nouă teorie managerială? În primul rând, în loc să lucreze după planuri trasate în termeni de bugete contabile, cu mărimi și indicatori de performanță care pot fi manipulați, așa cum sunt profitul, capitalul, managerii sunt încurajați să gândească în sensul maximizării averii acționarilor utilizând noi strategii și mecanisme de control și acțiune [Arnold, 2003, p.656].

O altă trăsătură a acestui concept este faptul că în loc să fie evaluați și răsplătiți în baza calității indicatorilor de performanță managerială bazați pe date contabile ce reflectă performanța pe o perioadă scurtă de timp, managerii sunt recompensați și evaluați în baza contribuției lor pe termen lung la crearea de valoare pentru acționari [Arnold, 2003, p.656].

În aceeași măsură, în loc ca directorii să accepte fluxuri de numerar mici aduse de unele filiale ineficiente ale societății mamă datorită faptului că profiturile din contabilitate par satisfăcătoare, ei pot să vândă activele filialei sau să vândă proiectul altei firme care poate aduce o rată a câștigului superioară. În asemenea cazuri, apare conflictul de interese între manageri și acționari, numit și conflict de agenție. Astfel, managerii sunt interesați în primul rând să-și dezvolte activitatea chiar dacă aceasta este mai puțin profitabilă decât alta externă, iar acționarii vor decide dacă câștigurile unei companii merg înapoi pentru extinderea activității sau vor fi in-

vestite pe piața financiară în alte proiecte care aduc o rată a câștigului superioară celei aduse de firma de proveniență.

Astfel, managementul bazat pe valoare este mai mult decât o simplă tehnică aplicată de câțiva indivizi “pricepuți la numere”. Principiile care guvernează managementul bazat pe valoare trebuie să penetreze și să se infiltreze în toate straturile companiei, ele trebuie să atingă toate aspectele culturii organizaționale și ale vieții companiei.

Deși indicatorii analizați în măsurarea performanței manageriale în managementul bazat pe valoare sunt foarte importanți, trebuie să ne fie clar că interpretarea și calculul acestor indicatori nu reprezintă finalitatea implementării unui program managerial bazat pe valoare în companie. Ca întotdeauna, nu trebuie confundat scopul cu mijloacele. Din păcate pentru unii manageri, care urmăresc în special obținerea unor valori ridicate ai indicatorilor de performanță, aceste valori nu reflectă și maximizarea averii acționarilor atâta timp cât au procedat la manipulări ale datelor contabile pentru a le mări. Valoarea se creează în firmă prin dezvoltarea de proiecte strategice rentabile și programe operaționale eficiente.

Implementarea cu succes a unui program managerial bazat pe valoare reprezintă mai mult decât analiza și interpretarea unor indicatori de performanță bazați pe valoare și apoi orientarea activității companiei în funcție de aceste rezultate. Analistii acestei abordări manageriale susțin că implementarea cu succes a unui management bazat pe valoare presupune modificări fundamentale în cultura com-

paniei.

Indicatorii moderni de analiză a performanțelor întreprinderilor cotate sunt construiți folosind conceptul de creare de valoare. Acest concept este folosit în literatura anglo-saxonă pentru a da substanță unei noi abordări integrate a activității întreprinderii, respectiv managementul bazat pe crearea de valoare (*value based management*). Crearea de valoare este un obiectiv al întreprinderilor performante, cu valențe sintetice privind ansamblul activității.

Indicatorii clasici oferă informații despre performanța istorică a întreprinderii, fără să țină cont de costul capitalului investit ci doar de rezultatele utilizării sale. Ca urmare, se întâlnesc destule întreprinderii care înregistrează performanțe notabile, dar care nu creează valoare, ci o distrug pe cea existentă.

Crearea de valoare poate fi analizată din mai multe puncte de vedere: al acționarilor, al creditorilor, al salariaților, al furnizorilor, al altor parteneri ai întreprinderii.

În literatura de specialitate sunt prezentate o multitudine de instrumente de măsurare a valorii create pentru acționari, însă, se pare că, în general, acestea se bazează pe compararea dintre valoarea de piață și valoarea contabilă a companiei sau pe măsurarea venitului rezidual [Ameels, 2002, p.12].

În practică, există o adevărată polemică între diferiți autori cu reputație, dar și între firmele de consultanță, cu privire la indicatorul cel mai potrivit pentru a măsura valoarea creată (sau distrusă) pentru acționari de o companie într-o anumită

perioadă.

Acești indicatori pot fi împărțiri în două categorii:

- Indicatori bazați pe date contabile – ca de exemplu: ROI (*Return on Investment* – Rentabilitatea investiției); ROE (*Return on Equity* – Rentabilitatea capitalului); EPS (*Earnings per share* – Câștigul pe acțiune)
- Indicatori bazați pe valoarea economică – ca de exemplu: profitul economic; TSR (*Total Shareholder Return* – Câștigul total al acționarilor); EVA (*Economic Value Added* – Valoare adăugată economic); MVA (*Market Value Added* – Valoare de piață adăugată); CFROI (*Cash-flow Return on Investment* – Fluxuri de numerar per investiție).

Unii sunt considerați mai buni decât alții, dar ideea principală este că ei au fost concepuți pentru a-i ajuta pe manageri să ia decizii care să crească valoarea unei companii și să orienteze toți angajații către crearea de valoare [Copeland ș.a., 2000, p. 71].

În general indicatorii bazați pe valoarea economică sunt preferați. Specialiștii firmei de consultanță McKinsey [Copeland ș.a., 2000, p.75], argumentează că indicatorii bazați pe valoarea economică sunt mai buni întrucât, în primul rând, cu ajutorul lor sunt mai ușor de identificat factorii care influențează valoarea companiei și, în al doilea rând, se consideră că fluxurile de numerar influențează prețul acțiunilor unei companii.

Rapaport [Rapaport, 1998, p.32], consideră că doar DCF (*Discounted Cash Flow*) poate da o imagine obiectivă asu-

pra performanței companiei și creșterii de valoare pentru acționari.

Ca urmare, ne vom îndrepta atenția asupra indicatorilor de cuantificare a performanțelor întreprinderilor apreciate din punctul de vedere al proprietarului/ proprietarilor întreprinderii.

Pentru aplicare în practică a conceptului de creare de valoare există mai multe abordări alternative. Însă, toate presupun maximizarea unei variabile de care depinde modificarea valorii întreprinderii.

După cum se observă, nu există la ora actuală o metodă universal recunoscută de a măsura performanța întreprinderii ci doar un concept generos, acela de creare de valoare, care definește performanța întreprinderii și pentru care se încearcă identificarea unor indicatori de măsurare cât mai fideli și mai ușor de calculat.

1.2. Valoarea economică adăugată

1.2.1. Conceptul de valoare economică adăugată

Valoarea economică adăugată (EVA) este o măsurătoare a performanței companiilor introdusă în mediul corporativ de General Motors în 1920 și apoi uitată, până când Stern-Stewart&Co, o firmă de consultanță din New York a reintrodus-o în anii 1980, ca înlocuitor pentru măsurătorile tradiționale ale valorii [Black, 1998, p.59]. Valoarea adăugată economică s-a constatat a fi cel mai cunoscut instrument de măsurare a performanței manageriale prin intermediul valorii create pentru acționari. Printr-o cercetare

INSEAD, s-a constatat faptul că peste 47% dintre companiile care se conduc pe principiile managementului bazat pe valoare utilizează EVA ca principal indicator al performanței.

Bennett Stewart, unul dintre fondatorii cabinetului Stern-Stewart&Co, afirmă că “EVA face managerii bogați doar dacă managerii îi fac pe acționari putred de bogați”.

În anii 1990, corelarea performanței cu măsurarea valorii create, prin metode precum EVA, a câștigat foarte multă popularitate. Astfel, EVA era deja utilizată de mai mult de 250 mari companii [Blair, 1997, p.42-45]. Literatura de specialitate raportează ca din ce în ce mai multe companii decid să adopte EVA pentru măsurarea performanțelor și pentru a-și ghida principalele politici corporatiste [Tully, 1993].

Adesea EVA este văzută ca o măsură simplă care redă cu fidelitate adevăratul tablou al creării de bogăție pentru acționari [Tully, 1993]. Rapoartele statistice demonstrează că implementarea EVA declanșează o creștere a acțiunilor companiilor [Burkette&Hedley, 1997, p.46-49] și determină managerii să acționeze ca și cum ar fi acționari.

Pe lângă faptul că motivează managerii să creeze valoare pentru acționari, datorită faptului că se utilizează un sistem compensatoriu direct proporțional cu rezultatele obținute [Stern ș.a., 1989], utilizarea sistemelor bazate pe măsurarea valorii se dovedesc a avea multe avantaje practice. Astfel, EVA îi poate ajuta pe manageri să adopte cele mai bune decizii investiționale, să identifice oportunitățile

pentru îmbunătățire și să ia în considerare atât beneficiile pe termen scurt cât și cele pe termen lung ale acestora.[Stewart, 1994]

Mai mult chiar, studiile demonstrează că EVA este o măsură eficientă și a calității deciziilor manageriale precum și un indicator al viitoarei creșteri a companiei [Fisher, 1995]. Astfel, o EVA cu valori pozitive de-a lungul timpului va determina creșterea valorii companiei și a valorii create pentru acționari, în timp ce EVA negativă indică deprecierea companiei și distrugerea valorii acționarilor.

Renumitul consultant Peter Drucker a demonstrat importanța recuperării costului capitalului atunci când a scris despre EVA în articolul său *The Information Executives Truly Need* publicat în revista ‘Harvard Business Review’, 1995. Aici el susține că EVA comprimă eficiența unei companii în totalitatea sa, deoarece “EVA măsoară, de fapt, productivitatea tuturor factorilor de producție”. Prin aceasta el vrea să evidențieze faptul că EVA reprezintă cea mai de încredere imagine a plusurilor și minusurilor unei companii.

În implementarea unei astfel de metode, precum EVA, cel mai important lucru și cel mai dificil de realizat este să obții implicarea angajaților, pornind de la managerii de vârf până la muncitori, astfel realizându-se o mai bună înțelegere a conceptului de EVA și a implicațiilor pe care le are la nivelul fiecărui departament. [Klinkermann, 1997, p.58-59]

Astfel, susține Stern-Stewart&Co, EVA ar trebuie să fie liantul dintre toate aspectele manageriale și gândirea strategică la nivel de adoptare a deciziilor. Ar

trebui să fie punctul central al rapoartelor manageriale, al planificării și luării deciziilor, al stimulentei și obiectivelor departamentelor companiei, precum și în comunicarea cu angajații și investitorii. Numai atunci se pot aștepta managerii să profite din plin de pe urma implementării unei astfel de metode.

În ciuda celor câteva limitări pe care le prezintă, EVA poate fi văzută ca sumă a celor mai importante aspecte financiare ale unei companii și a valorii pe care aceasta o creează, devenind astfel pe lângă un eficient instrument de măsurare și un instrument de control [Mäkeläinen, 1998].

1.2.2. Factorii determinanți

Valoarea adăugată economică este surplusul de valoare creat de o investiție sau un portofoliu de investiții. Este determinată de excesul de rentabilitate obținut prin exploatarea unei investiții în raport cu mărimea costului capitalului atras pentru finanțarea acelei investiții.

$$\begin{aligned} \text{Valoarea economică adăugată} &= \\ &= (\text{Rata rentabilității investiției} - \\ &- \text{Costul capitalului}) \times \\ &\times \text{Mărimea capitalului investit} \\ &= \text{NOPAT} - \text{CMPC} \times \text{Capitalul total} \end{aligned}$$

unde:

NOPAT – profitul de exploatare net de impozit

CMPC – costul mediu ponderat al capitalului

A fost lansat sub această denumire de către firma de consultanță Stern-Stewart

&Co, firmă ce deține drepturile de autor pentru acest indicator din anul 1994. Indicatori cu aceeași semnificație au fost însă folosiți încă din anii 50-60 ai secolului al XX-lea sub denumirea de profit rezidual. Valoarea economică adăugată (EVA) reprezintă cel mai cunoscut indicator de acest tip “brevetat” de către Stern-Stewart&Co. Este definită ca diferență între profitul de exploatare și costul capitalului investit, ca urmare se poate spune că acțiunile managerilor aduc valoare economică numai în condițiile în care profiturile din exploatare depășesc costul capitalurilor investite. Pentru eliminarea distorsiunilor intervenite la nivelul informațiilor contabile ca rezultat al diferitelor politici contabile utilizate, Stern-Stewart&Co recomandă până la 160 de ajustări ale informației contabile. Din modul de calcul al acestui indicator se pot observa cei trei factori importanți care-i condiționează mărimea.

1. Capitalul investit (CI)

Pentru estimarea sa, o soluție o constituie apelarea la valoarea de piață a firmei, însă mărimea acesteia este influențată atât de valoarea activelor deținute cât și de așteptările investitorilor privind oportunitățile viitoare de creștere ale firmei. Având în vedere faptul că prin intermediul indicatorului EVA se încearcă măsurarea surplusului de valoare creat de întreprindere (sau de un proiect de investiție), pentru estimarea acestuia ar trebui să se ia în calcul valoarea de piață a capitalurilor investite, exclusiv acea parte din valoare ce are ca suport așteptările investitorilor privind performanțele viitoare

ale firmei. Această delimitare, fiind dificil de realizat, de cele mai multe ori se ia în calcul valoarea contabilă a capitalurilor investite.

În schimb, valoarea contabilă subevaluează mărimea capitalului, evidențierea activelor realizându-se la costul istoric al acestora. În plus, aceasta este influențată de politicile contabile pentru care firma a optat privind amortizarea sau deprecierea activelor, trecerea pe costuri a stocurilor deținute, capitalizarea cheltuielilor de cercetare-dezvoltare realizate sau a fondului comercial propriu sau rezultat din achiziții. Aceste limite specifice valorii contabile ca măsură a nivelului capitalului investit au impus realizarea de ajustări de către cei preocupați de estimarea valorii adăugate economice. Cele mai importante sunt reprezentate de:

- capitalizarea oricăror cheltuieli de exploatare ce nu creează profit în perioada curentă dar sunt făcute în scopul obținerii de profituri în exercițiile financiare viitoare, cum ar fi, de exemplu, cheltuielile de cercetare-dezvoltare realizate de întreprindere.
- capitalizarea cheltuielilor de exploatare reprezentând chiriile de plată pentru echipamentele deținute de întreprindere în sistem de leasing operațional, ținând cont că aceste contracte sunt reînnoite având ca obiect același tip de active. Din această perspectivă nu există o diferență de conținut între leasingul financiar și cel operațional, ca urmare, și în cazul acestuia din urmă, activele suport și datoria aferentă ar trebui recunoscute în bilanțul întreprinderii.

- neluarea în considerare a acelor operații care au ca impact diminuarea valorii contabile a capitalului, dar nu modifică mărimea reală a capitalului investit, cum este cazul amortizării goodwill sau răscumpărării de către societate a unei părți din acțiunile sale.

2. *Rentabilitatea capitalului investit*

Formula clasică de determinare a rentabilității capitalului ține cont de mărimea profitului din exploatare (net de impozit) și de nivelul capitalului investit.

$$\text{Rentabilitatea capitalului investit} = \frac{\text{Profitul din exploatare}(1-\tau)}{\text{Capitalul investit}}$$

Profitul din exploatare net de impozit (NOPAT) are câteva deficiențe privind cuantificarea adecvată a fluxurilor ce remunerează pe investitorii de capital. Cele mai frecvente ajustări ale profitului de exploatare sunt cele privind cheltuielile de cercetare dezvoltare (Ch. C&D) și chiriile de plată pentru echipamentele deținute în sistem de leasing operațional (CH).

$$\text{Rentabilitatea capitalului investit} = \frac{(\text{NOPAT} + \text{Ch.C\&D} + \text{CH})}{(\text{Capital investit} + \text{capitalizarea Ch. C\&D} + \text{capitalizarea CH})}$$

3. *Costul capitalului (k)*

Este reprezentat de costul mediu ponderat al capitalului (CMPC). Având în vedere faptul că rentabilitatea și mărimea capitalului investit este exprimată în valori contabile, mărimea costului capitalului ar trebui estimată utilizând ponderi exprimate în valori contabile. Acest raționament are deficiențe prin faptul că mă-

rimea capitalului investit nu ar trebui să fie dată de valoarea contabilă a capitalurilor ci de valoarea de piață a activelor finanțate prin intermediul acestuia. Există însă o diferență între valoarea de piață a activelor și valoarea de piață a capitalurilor investite în acestea, aceasta din urmă include valoarea prezentă a oportunităților de dezvoltare a întreprinderii. În plus, apelarea la ponderi estimate în valori de piață va lua în considerare și impactul structurii diferite de finanțare a întreprinderilor asupra valorii de piață a capitalurilor proprii ale acestora. În condițiile în care se iau în calcul costul capitalului și mărimea oportunităților de creștere se pierde esența indicatorului valoarea adăugată economică prin care se încercă cuantificarea valorii tocmai a acestor oportunități. Rămâne ca alternativă utilizarea ponderilor în mărimi contabile în estimarea costului capitalului.

În scopul realizării unei analize detaliate a modului în care valoarea este creată în cadrul întreprinderii, se pot identifica factorii determinanți care condiționează nivelul acesteia (Figura 1). După cum se poate observa mărimea indicatorilor din formula de calcul a EVA au ca suport performanța mai multor compartimente din cadrul firmei. În plus față de ROI, mărimea indicatorului EVA este influențată și de performanța compartimentului financiar, costul capitalului investit fiind un factor determinant al mărimii valorii create de către întreprindere.

1.3. Valoarea economică adăugată și managementul bazat pe valoare

Corelația valoare economică adăugată – valoarea întreprinderii

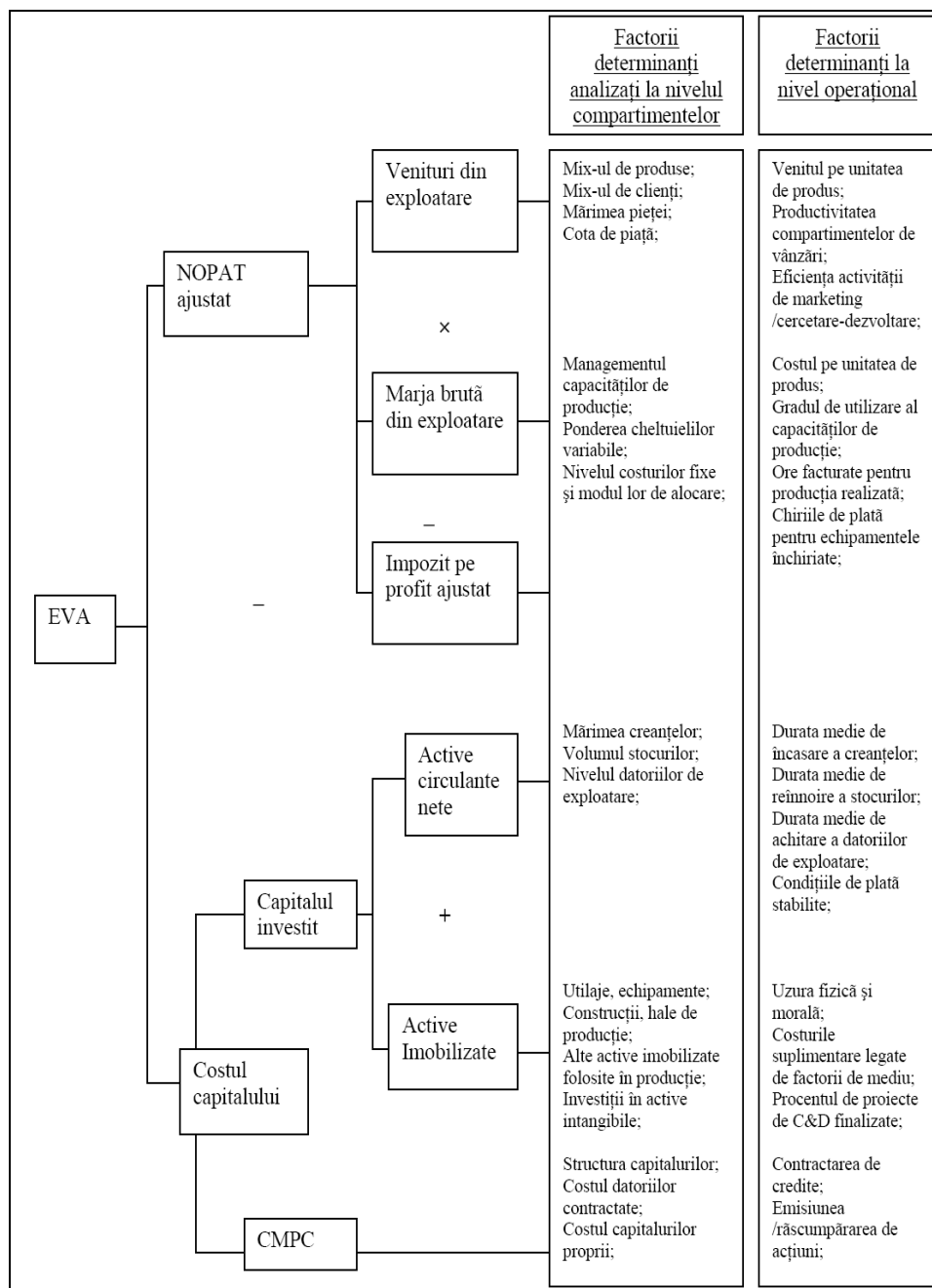
Evaluarea întreprinderii prin metoda *discounted cash-flow* (DCF) poate fi redată în termeni specifici indicatorului EVA al proiectelor în derulare și în termeni specifici valorii actualizate a EVA pentru proiectele viitoare.

Valoarea întreprinderii =
 = Valoarea activelor existente +
 + Valoarea creșterii viitoare =
 = (*Capital investit în active existente* +
 + *VAN a activelor existente*) +
 + *VAN a proiectelor viitoare* =
 = *Capital investit în active* +
 + *Valoarea actualizată a EVA specifică activelor existente* +
 + *Valorile actualizate ale EVA specifice noilor proiecte*

Atât calculul valorii economice adăugate, cât și calculul DCF ar trebui să furnizeze aceeași estimare a valorii întreprinderii. O politică de maximizare a valorii actualizate a valorii economice adăugate în timp ar trebui să echivaleze cu o politică de maximizare a valorii întreprinderii.

Pentru a măsura valoarea capitalului investit multe întreprinderi folosesc valoarea contabilă, dar aceasta poate diferi de valoarea reală, din diferite motive:

- utilizarea în decursul exercițiilor financiare de metode diferite de reflectare în contabilitate a capitalului investit;



Sursa: Dorgai, 2002.

Figura 1: Analiza factorilor determinanți ai EVA

- modificarea valorii capitalului investit și a veniturilor obținute prin încheierea de contracte de închiriere având ca obiect activele în care s-a investit anterior.

Ca urmare, rentabilitatea capitalului investit nu va reflecta fidel rentabilitatea în sens economic. De aceea, venitul din exploatare trebuie “curățat” de orice venituri din imobilizări necorporale (de exemplu, cercetare-dezvoltare), care sunt destinate să creeze valoare viitoare, ca și influențele temporare asupra sa.

Metoda de evaluare DCF consideră cheltuielile cu capitalul folosit la nivelul celor de piață privind atât capitalul împrumutat, cât și capitalul acționarilor. Dacă presupunem că activele existente și creșterea viitoare este finanțată pe baza costurilor impuse de piață, atunci trebuie să calculăm și valoarea economică adăugată tot pe baza cheltuielilor cu capitalul impuse de piață.

În practică, întreprinderile sunt deseori evaluate pe baza modificărilor anuale în mărimea valorii economice adăugate, în detrimentul folosirii valorii actualizate a EVA în timp. Cu toate acestea este evidentă apropierea EVA de teoria finanțelor întreprinderii, care arată că selecționarea proiectelor ce generează valoare actualizată pozitivă duce la creșterea valorii întreprinderii.

Avantajele acestei metode sunt simplitatea și faptul că nu necesită întocmirea de previziuni privind veniturile viitoare.

Deși utilizarea mărimii anuale a valorii economice adăugate este mai la îndemână decât metoda DCF, este posibil ca din calcule să rezulte că o întreprindere

care se concentrează asupra folosirii creșterii de la an la an a valorii economice adăugate să fie mai puțin valoroasă decât una care folosește tehnica clasică de evaluare.

Se întâlnesc următoarele cazuri:

- dacă mărirea de la un an la altul a valorii economice adăugate s-a realizat pe seama reducerii valorii economice adăugate a proiectelor viitoare, se poate ca beneficiul din creșterea EVA în anul curent să fie devansat de valoarea actualizată a pierderii în mărimea EVA specifică proiectelor viitoare. Cu alte cuvinte, creșterea valorii economice adăugate în anul curent s-a făcut prin reducerea rentabilității capitalului investit în proiectele viitoare. O creștere a rentabilității capitalului investit semnifică o ameliorare reală a mărimii EVA doar dacă nu reduce valoarea economică adăugată generată de proiectele viitoare.
- dacă mărirea valorii economice adăugate este însoțită de o creștere a costului capitalului datorată unui risc de exploatare superior sau modificărilor de levier financiar, valoarea întreprinderii se poate reduce chiar dacă valoarea economică este în creștere.

Prin cercetări laborioase realizate în cadrul INSEAD (cea mai importantă școală internațională de afaceri aflată în Franța la Fontainebleau) s-au descoperit cinci determinanți cheie ai valorii create în companie, prin intermediul implementării EVA, și anume:

1. un angajament explicit al managerilor în sensul creării de valoare, care devine evident atunci când compania își

- orientează activitatea în interesul acționarilor ei;
2. educarea și perfecționarea unui număr cât mai mare de manageri și angajați în sensul maximizării averii acționarilor;
 3. dezvoltarea ideii de interes comun în companie, ajutată printr-o politică de recompensare adecvată a managementului sau a tuturor angajaților în funcție de profitul economic creat în companie;
 4. dezvoltarea și sprijinirea unităților economice creatoare de valoare pentru acționari, prin evaluarea și implementarea celor mai performante proiecte pentru investitori;
 5. realizarea unei restructurări generale. Regulile cele mai importante ale implementării unui management bazat pe valoare (MBV) sunt: evitarea erorilor apărute datorită deficiențelor datelor contabile, identificarea valorii create în firmă, adoptarea unor noi strategii operaționale orientate spre investitor și, nu în ultimul rând, dezvoltarea sistemului informațional ca și componentă strategică a activității companiei.

O implementare corectă a acestor cinci factori este esențială pentru a beneficia de pe urma implementării unui MBV. În afara acestor determinanți, cercetătorii INSEAD au mai precizat o sumă de alți factori indispensabili în practica managementului bazat pe valoare. Un angajament de maximizare a averii acționarilor clar exprimat și un program de training intensiv pentru angajați de înțelegere a noii abordări manageriale, sunt factori de succes în procesul inițial de implementare

a MBV. Dezvoltarea programului de răsplătire a angajaților în sensul motivării acestora să maximizeze averea acționarilor, depolitizarea planificării bugetelor, implicarea directorului general în implementarea noilor programe pot fi considerați ca factori importanți ce susțin atingerea scopului principal al managementului bazat pe valoare.

Stern-Stewart&Co a fost fondată în 1992 și s-a bazat pe dezvoltarea unui management construit în jurul conceptului de valoare economică adăugată (EVA). EVA și MVA (valoarea adăugată de piață) sunt, probabil, cele mai cunoscute instrumente dezvoltate de compania din New York.

Analizele financiare bazate pe valoare și tehnicile de evaluare în managementul bazat pe valoare utilizează în general un set de instrumente bine-cunoscute printre care și EVA, în determinarea celor mai rentabile proiecte și măsurarea performanțelor manageriale.

Strâns legată de procesul de implementare a strategiei firmei este problema deciziei de investire și alocare a resurselor. În ceea ce privește deciziile de investire și de dezvoltare a afacerii, Stern-Stewart&Co [Stewart, 1994; Ehrbar, 1999] propune în principal utilizarea EVA pentru luarea celor mai bune decizii și pentru o cât mai eficientă alocare a resurselor. Comparând valorile EVA ale diferitelor proiecte, managerii au posibilitatea de a identifica variantele mai puțin performante și de a căuta să le îmbunătățească.

Cum fuziunile și preluările sunt considerate ca fiind un tip specific de investiții,

nu este deloc surprinzător să constatăm că abordările firmelor de consultanță în această problemă nu diferă de abordarea deciziilor de investire. Stern-Stewart&Co și HOLT Value Associates acordă mare atenție în această problemă a preluărilor și fuziunilor indicatorilor de performanță menționați ca fiind preferați în evaluarea proiectelor investiționale. Modelul EVA este cel pe care se pune baza în cazul analizelor și evaluărilor celor de la Stern-Stewart&Co [Stewart, 1994; Stern ș.a., 1989; Ehrbar, 1999]. Ehrbar menționează că EVA este un indicator performant în planificarea strategică și luarea deciziilor de investire, inclusiv în cazul analizei unei eventuale preluări sau fuziuni. El afirmă că evaluarea unui proiect de achiziție se face prin măsurarea contribuției posibilei achiziții la creșterea EVA a companiei. Stern susține afirmația lui Ehrbar, dar menționează că o evaluare după EVA nu ia în calcul implicațiile non-financiare ale achiziției. Această problemă poate fi surmontată dacă cei care iau deciziile de investire iau în calcul și implicațiile strategice ale viitoarei achiziții [Ehrbar, 1999].

Comaniile conduse după principiile MBV, ce primesc consultanță din partea specialiștilor Stern-Stewart&Co, sunt sfătuite să utilizeze în procesul de stabilire a țintelor companiei mărimi determinate ale EVA. EVA este considerat un mijloc potrivit pentru definirea țintelor strategice ale companiilor. Modelul acesta bazat pe valori determinate ale EVA este cel care ajută compania să se concentreze cel mai bine în atingerea obiectivelor propuse.

1.4. Argumente *pro* și *contra*

Măsurarea performanței întreprinderii prin intermediul indicatorului EVA prezintă deopotrivă avantaje semnificative, dar și unele neajunsuri legate în special de metodologia stufoasă și eterogenă de retratare a informației contabile.

Valoarea economică adăugată reprezintă în practică o serie de avantaje:

1. O măsură a performanței întreprinderii legată direct de crearea de valoare pentru acționari; a obține o valoare cât mai mare a indicatorului EVA înseamnă a obține un curs mai mare al acțiunilor.
2. Un instrument de ameliorare a gestiunii globale a întreprinderii. Din acest punct de vedere există următoarele avantaje:
 - spre deosebire de indicatorii de măsurare a performanței bazați pe valoarea de piață, cum este MVA, indicatorul EVA poate fi calculat nu numai la nivel de întreprindere ci și la nivel de centru de profit sau pe fiecare gestiune în parte, în funcție de necesitățile informaționale;
 - EVA reprezintă un flux și de aceea poate fi folosit pentru evaluarea evoluției în timp a performanței întreprinderii, spre deosebire de indicatorii de măsurare a performanței bazați pe cotația acțiunilor întreprinderii;
 - acest indicator reflectă profitul economic real obținut de firmă (și nu cel contabil, de natură fiscală) după acoperirea cheltuielilor de exploatare și a celor financiare.

EVA reprezintă singurul indicator a cărui îmbunătățire continuă înseamnă totdeauna o îmbunătățire a bunăstării acționarilor, pentru că, spre deosebire de creșterea EVA, creșterea profitului brut, a beneficiului pe acțiune și chiar a ratelor de rentabilitate distrug câteodată averea acționarilor.

Indicatorul EVA substituie cu succes numeroase modalități de cuantificare a performanței, cum ar fi: creșterea veniturilor sau a cotei de piață – obiective folosite în planificarea strategică; volumul fluxurilor de numerar – utilizat în analiza succesului înregistrat la vânzare de un produs/serviciu; rentabilitatea activelor sau profitul planificat prin buget – folosite în analiza centrelor de profit; valoarea netă actualizată – folosită pentru analiza investițiilor de capital; diferite marje; costuri unitare; perioade de rotație. Aceasta nu înseamnă că se renunță la analiza indicatorilor tradiționali ai performanței economice, ci doar că managerii trebuie să fie cu precădere preocupați de impactul deciziilor lor asupra creării de valoare.

3. O metodă simplă și eficientă de management financiar. Indicatorul EVA reprezintă așadar nu numai o măsură a performanței financiare, ci un sistem unitar de management financiar, aplicabil de întreprindere pentru cuantificarea performanței în toate departamentele sale și care poate îmbunătăți averea acționarilor, dar și pe cea a clienților și a salariaților.

Constând doar într-o operație matematică substractivă între doi termeni, EVA prezintă avantajul unei simplități

conceptuale care permite previzionarea diferitelor evoluții ale indicatorului, în funcție de potențialele modificări ale profitului operațional și costului capitalului utilizat.

4. Un levier de motivare a managerilor și a personalului operațional. Indicatorul EVA aliniază pentru prima dată interesele administratorilor întreprinderii cu cele ale acționarilor, datorită stimulării echipei manageriale a întreprinderii, printr-un sistem motivațional cu caracter pecuniar, să genereze venituri pe termen lung mult superioare costului capitalului utilizat. Atragerea și capacitatea managerilor prin mijloace pecuniare are caracter psihologic și este de esența obținerii valorii economice adăugate sau, altfel spus, a profitului economic.

Motivarea continuă a administratorilor se face prin bonificații care reprezintă parte procentuală fixă din creșterea EVA: cu cât mărirea de valoare a indicatorului EVA este mai mare, cu atât valoarea bonificației este mai mare, fără limită superioară care să plafoneze bonusul acordat în numerar. Sistemul de motivare este eficient nu numai în perioadele de expansiune ci și în cele de reducere a vânzărilor, deoarece o parte din bonusurile acordate nu se distribuie pe loc, ci se tezaurează sub forma unui depozit de bonusuri, a cărui valoare se micșorează dacă ulterior creșterii indicatorul EVA suportă o scădere. Așadar, în acest ultim caz managerul este penalizat prin pierderea unei părți din bogăția acumulată de el în timp – bonusurile aflate în depozit, pentru nerealizarea unei rate minime de

rentabilitate cerută de acționari.

Unul dintre avantajele acestui sistem de recompensare a administratorilor în întreprinderilor constă în stabilirea automată a unui nou nivel de atins în privința creșterii valorii indicatorului EVA, fără a mai fi nevoie de o negociere a obiectivelor de creștere cuprinse în bugetul general al întreprinderii. Managerii care beneficiază de scheme tradiționale de recompensare ce conțin bonificații fixe sunt tentați să negocieze bugete care prevăd profituri mici și deci ușor de realizat, pentru a fi siguri că își primesc bonusurile. Odată realizat acel nivel al profitului, managerii nu se străduiesc să crească în continuare beneficiile întreprinderii, pentru că oricum acest efort suplimentar al lor nu mai este recompensat. Mai mult decât atât, ei împing în anul următor posibilele vânzări pe care le-ar putea face în anul curent, comportament care din punctul de vedere al acționarilor echivalează cu o distrugere de valoare. În cazul sistemului de recompensare tradițional bonusul se dă pentru obținerea profitului, a cărui volum este supus negocierii și nu se răsplătește efortul de a obține o creștere mai mare de profit. În situația opusă se găsesc managerii care beneficiază de planuri de recompensare legate de creșterea EVA, deoarece ei sunt stimulați astfel să propună bugete cu venituri mari, știind că nu sunt penalizați pentru nerealizările pe termen scurt și că sunt recompensați în plus pentru tot ce reușesc să îndeplinească.

5. Un instrument de planificare strategică pe care îl pot utiliza:

- întreprinderile pentru a comunica

obiectivele și realizările lor;

- managerii, în scopul aprecierii fezabilității unui proiect și pentru compararea diferitelor strategii. Deciziile managerilor afectează atât rentabilitatea capitalurilor împrumutate (ROC – *Return Over Capital*), cât și rentabilitatea capitalurilor proprii (ROE – *Return Over Equity*), dar aceștia pot controla mai ușor efectele decât în cazul variației prețului de piață al acțiunilor, care este rezultatul unui complex de influențe și unde controlul lor este mai redus. De asemenea, deciziile privind politica de investiții și politica de dividende afectează direct, respectiv indirect rentabilitatea capitalului, câtă vreme politica de finanțare afectează costul capitalului.
- investitorii pentru a identifica întreprinderile cu performanțe superioare.

6. Un ajutor dat managerilor pentru a ține cont de două principii financiare atunci când iau decizii:

- primul principiu se referă la obiectivul principal al oricărei întreprinderi, care trebuie să fie maximizarea bogăției acționarilor săi;
- al doilea principiu statuează că valoarea întreprinderii depinde de măsura în care investitorii se așteaptă că profiturile viitoare ale întreprinderii să depășească sau să nu acopere costul capitalului. Evident, o creștere susținută a valorii indicatorului EVA determină o creștere a valorii de piață a întreprinderii și în general a oricărei organizații care are ca scop obținerea de profit. Ceea ce contează nu este neapărat ni-

velul indicatorului EVA, pentru că performanța curentă este reflectată de cursul acțiunilor, ci continuă îmbunătățirea sa care conduce la o continuă creștere a averii acționarilor.

EVA prezintă, de asemenea, și unele *dezavantaje*.

- Nu ține cont de diferențele de mărime existente între diferite unități de producție, implicând o comparabilitate scăzută a performanțelor între diviziile unei firme.
- Calculul EVA se bazează pe informații ce provin din contabilitate, existând riscul manipularii acestor informații de către manageri:
 - realizarea cu prioritate, la finele exercițiului financiar, a ordinelor de vânzare de dimensiuni mari, profitabile și amânarea ordinelor mici, marginale;
 - reducerea cheltuielilor în scopul majorării pe termen scurt a profitului (diminuarea cheltuielilor de instruire a personalului, diminuarea cheltuielilor de investiții).
- Pune accentul pe generarea de rezultate pe termen scurt, inducând lipsa de motivare a managerilor de a investi în produse și tehnologii inovatoare, costurile fiind recunoscute imediat în contabilitate, efectele benefice (veniturile sau economiile de cheltuie) urmând să apară după o anumită perioadă de timp. Riscurile și costurile asociate inovării pot depăși ca amplitudine mărimea câștigului potențial. Diminuarea prezentei a EVA poate conduce la recompensări mai scăzute

sau chiar pierderi de promovări pentru managerul în cauză. Managerii, ca orice alți investitori, înțeleg conceptul “valoarea timp a banilor” și au noțiunea de risc (banii câștigați astăzi sunt mai siguri și valorează mai mult decât cei posibil de câștigat în viitor). Ca urmare, aceștia vor acționa întotdeauna în sensul maximizării veniturilor prezente. Este înlăturat astfel riscul ca rezultatele să fie “culese” de înlocuitorii lor. Nici un manager nu-și dorește să facă eforturi fără a fi recompensate, sau recompensa să o primească altcineva.

- EVA, ca orice indicator agregat, se calculează la sfârșitul unui exercițiu financiar. Cu ajutorul EVA nu pot fi identificate cauzele primare ce au generat ineficiența. Analiza performanțelor activității ar trebui făcută pentru operațiile derulate în “locurile înguste”, (compartimentele ce determină mărimea fluxurilor rulate în cadrul fabricii și respectiv gradul de utilizare a capacităților de producție) în scopul identificării activităților fără valoare ce pot fi eliminate. Ca și în cazul celorlalți indicatori financiari de măsurare a performanței, prezentați anterior, se constată lipsa conexiunii cu aspectele calitative, respectiv strategice, implicate în procesul creării de valoare.

1.5. Îmbunătățiri ce ar putea fi aduse metodei

Din practica întreprinderilor ce și-au

ghidat managementul performanței activității cu ajutorul indicatorului valoarea adăugată economică se desprind câteva avantaje și dezavantaje ale utilizării sale.

Printre avantajele utilizării EVA se numără:

- luarea în calcul a costului capitalurilor investite, reflectându-se astfel capacitatea întreprinderii de crea plus de valoare. Profitabilitatea întreprinderii este conectată cu nivelul costurilor (de exploatare și de finanțare) aferente activității sale;
- alinierea mai bună a obiectivelor managerilor (maximizarea câștigurilor obținute, creșterea prestigiului acestora etc.) cu obiectivele întregii întreprinderi (creșterea cotei de piață, reducerea costurilor, majorarea rentabilității capitalurilor investite în afacere, satisfacerea cerințelor clienților, satisfacerea cerințelor clienților etc.), a proprietarilor acesteia, orientând efortul managerilor în direcția creării de valoare pentru acționari;
- în calculul acestui indicator se ține cont de calitatea profiturilor, în sensul că profitul este ajustat pentru o mai bună reflectare a mărimii sale obținabile în condiții normale de exploatare;

Principalele limite ale utilizării indicatorului EVA sunt:

- indicatorul presupune o evaluare a performanțelor din punctul de vedere al investitorului; o întreprindere performantă este una capabilă să satisfacă într-un mod coerent toți partenerii săi economici;

- indicatorul se calculează anual; calculul pe termen scurt poate constitui o frână în calea creșterii pe termen lung;
- utilizarea indicatorului pe termen scurt (anual) nu este indicată pentru sectoarele de activitate în care investițiile se fac pe termen lung, pentru că nu reflectă calitatea reală a investiției;
- aplicarea metodologiei de calcul a indicatorului ridică probleme pentru acele sectoare unde cheltuielile de cercetare și dezvoltare sunt foarte mari;
- numărul mare de ajustări contabile, cât și lipsa unei metodologii unitare de calcul fac dificilă însușirea și aplicarea indicatorului.

O îmbunătățire a măsurării performanței prin intermediul EVA este sugerată de J.Bacidore. În articolul său [Bacidore, 1997] el subliniază că valoarea unei firme este generată atât de activele fizice în funcțiune, cât și de strategia privind viitoarele oportunități de creștere a afacerii. Ca urmare, el ajustează indicatorul creat de firma de consultanță Stern-Stewart&Co, EVA, creând indicatorul REVA (*Refined Economic Value Added*), ce ia în calcul valoarea de piață a capitalurilor investite. În aceste condiții, realizarea unui REVA pozitiv este echivalentă creării reale de valoare pentru acționari (recunoscută și de piață, nu numai în contabilitate).

Se pot face și alte ajustări la vechea formulă “brevetată” de Stern-Stewart&Co, utilizând, de exemplu, cash-flow corespunzător capitalurilor investite în locul profitului de exploatare net de impozit. Astfel, este înlăturată distorsiunea creată de contabilitate privind mărimea fluxuri-

lor de numerar efectiv generate. În condițiile în care valoarea de piață a capitalurilor investite este influențată și de strategia firmei, REVA ar trebui să fie indicatorul de măsurare a performanței folosit în recompensarea managerilor executivi ai firmei, în timp ce EVA ar trebui utilizată pentru gratificarea managerilor diviziilor sau de la nivele inferioare ale firmei.

Integrarea în mărimea cursurilor bursiere a informațiilor privind strategia întreprinderii depinde foarte mult de eficiența pieței pe care sunt negociate acțiunile firmei. Ajustarea valorii acestora se face parțial și cu întârziere. În general, există un interval de timp mai mare sau mai mic în care se așteaptă cuantificarea efectelor pozitive ale strategiei prin intermediul rezultatelor financiare.

Pentru a feri procesul intern de gestiune a performanței de volatilitatea ridicată a pieței în recunoașterea performanțelor, se recomandă realizarea unei analize mai ample a aspectelor calitative, strategice, luând ca reper mai mulți factori determinanți ai procesului creării de valoare (satisfacția clienților, rata rebuturilor, durata procesului de producție, numărul de noi brevete create sau cumpărate pentru îmbunătățirea procesului tehnologic etc.).

O altă modalitate de înlăturare a limitelor indicatorului EVA în măsurarea performanțelor este analiza sa în dinamică, prin actualizarea mărimii EVA anuale posibil de realizat de-a lungul perioadei de previziune. În acest mod este estimată valoarea de piață adăugată (MVA) ce reprezintă plusul de valoare pe care întreprinderea l-a creat în raport cu valoarea

capitalurilor investite inițial. Astfel, este cuantificat impactul unei decizii manageriale atât asupra performanțelor prezente cât și viitoare.

2. Analiza empirică

2.1. Anchetă asupra utilizării EVA

2.1.1. Obiectivul studiului

Studiul efectuat a avut ca obiectiv evidențierea eficienței EVA la nivelul companiilor, cu activitate pe piața din România și listate la bursă. În primul rând s-a avut în vedere stabilirea metodei utilizate pentru evaluarea performanțelor de către fiecare companie chestionată. Iar un al doilea pas a urmărit evidențierea motivelor pentru care o companie a optat pentru o metodă sau alta și măsura în care aceasta se ridică la nivelul așteptărilor.

2.1.2. Metodologia utilizată

Pentru realizarea acestei anchete s-a utilizat un chestionar ce conține o parte introductivă și trei secțiuni. Partea introductivă formată din 2 întrebări are menirea să ajute la direcționarea respondentului către una dintre cele 3 secțiuni (Anexa 1).

Prima secțiune, secțiunea A, se adresează companiilor care utilizează EVA. Aceasta urmărește să evidențieze durată de când a fost implementată EVA și motivele pentru care este utilizată metoda. O a doua parte a acestei secțiuni vine să accentueze câteva detalii referitoare la implementarea metodei: costuri, ajustări ne-

cesare ale sistemului contabil și training-uri pentru angajați. În ultima parte a secțiunii A se pune accentul pe utilizarea efectivă a metodei și a rezultatelor obținute prin intermediul acesteia.

Secțiunea a doua a chestionarului, secțiunea B, se adresează companiilor care nu utilizează EVA, dar care totuși utilizează conceptul de management bazat pe valoare.

Această secțiune este menită să reliefeze motivele pentru care companiile chestionate au ales un alt indicator de măsurare a valorii create pentru acționari, și nu EVA. Apoi se încearcă aflarea motivelor și scopul pentru care este utilizat indicatorul ales și, bineînțeles, măsura în care acest indicator răspunde cerințelor și necesităților companiei. În finalul părții a doua, se cere respondentului să prezinte o opinie în legătură cu EVA, dacă o consideră o inițiativă valoroasă pentru alte companii sau chiar pentru compania sa, dar care nu poate fi implementată. Sau, dacă o consideră o metodă mult prea anevoioasă care va dispărea cu timpul.

Secțiunea a treia, secțiunea C, se adresează companiilor care nu utilizează managementul bazat pe valoare și care folosesc metode și indicatori ce aparțin managementului bazat pe venituri. Această secțiune ajută în primul rând la identificarea indicatorului utilizat. Se urmărește în continuare determinarea motivele pentru care indicatorul menționat este folosit și măsura în care acesta se ridică la nivelul așteptărilor în ceea ce privește atingerea obiectivelor propuse de către companie.

În ceea ce privește realizarea anchetei, pentru a testa și îmbunătăți conținutul

chestionarului, au fost utilizate 2 companii pilot. Pe baza *feed-back*-ului obținut a fost îmbunătățit chestionarul, atât în ceea ce privește conținutul, cât și structura.

2.1.3. Alcătuirea eșantionului

Selecționarea companiilor ce au format eșantionul pe care s-a bazat studiul, s-a făcut pe baza apartenenței lor la diferite sectoare de activitate. Această diversitate este necesară pentru relevanța anchetei, deoarece indicatorul pentru care s-a realizat acest studiu este în mare măsură influențat de cheltuielile de cercetare și dezvoltare, cheltuieli ce diferă de la un sector la altul, în funcție de necesități și cerințe. Spre exemplu, o companie care activează în domeniul IT sau farmaceutic va avea cheltuieli de cercetare mult mai mari decât o companie din industria metalurgică.

Astfel au fost selecționate 20 de companii din mai multe domenii:

- 1) Cercetare; Dezvoltare și High-Tech (3 firme);
- 2) Industrie (5 firme);
- 3) Agricultură, Silvicultură și Industria Alimentară (2 firme);
- 4) Construcții (2 firme);
- 5) Servicii (4 firme);
- 6) Comerț (4 firme).

După stabilirea eșantionului, s-a purces către contactarea companiilor conținute de acesta. O primă etapă a constituit-o trimiterea unei scrisori informative, prin intermediul poștei electronice. În această scrisoare, respondentul este informat care este obiectivul acestui studiu și care sunt

motivele pentru care compania respectivă a fost selecționată pentru a face parte din eșantion. De asemenea, prin intermediul acestei scrisori se face un angajament scris prin care se garantează confidențialitatea asupra informațiilor furnizate, cât și asupra identității firmei și a respondentului.

Chestionarele au fost destinate departamentului financiar din cadrul fiecărei companii, iar respondentul a fost preferabil Managerul/ Directorul Financiar, însă au fost luate în considerare și răspunsurile altor angajați din cadrul acestui departament.

În cazul în care au fost întâmpinate dificultăți, s-a purces către contactarea telefonică și deplasarea la sediul companiilor. Totuși, și în aceste condiții, 45% dintre companiile chestionate au refuzat să coopereze, demonstrând mult scepticism în privința efectuării acestei anchete.

În concluzie, rata de răspuns a fost de 55%, ceea ce înseamnă că 11 dintre companiile chestionate au oferit un răspuns prin completarea chestionarului.

2.1.4. Comentariu asupra anchetei

În urma răspunsurilor primite a rezultat, din păcate, că nici una dintre companiile chestionate nu utilizează EVA. Mai mult chiar, din anchetă a reieșit că doar 2 companii aplică managementul bazat pe valoare, iar indicatorii utilizați de acestea sunt DCF (*Discounted Cash Flow*) și CFROI (*rata de rentabilitatea a fluxurilor de numerar*).

Ambele companii consideră că indi-

catorul utilizat în evaluarea performanțelor se ridică la nivelul așteptărilor în ceea ce privește atingerea obiectivelor propuse. Iar motivele declarate, pentru utilizarea indicatorilor mai sus menționați, sunt:

- este un instrument de ameliorare a gestiunii globale a întreprinderii;
- s-a dovedit a fi un instrument eficient de planificare strategică, înlesnind luarea deciziilor referitoare la viitoarele proiecte investiționale.

Motivul invocat de acestea pentru care nu utilizează EVA este acela potrivit căruia costurile implementării EVA sunt prea ridicate. De asemenea, cele 2 companii nu consideră EVA ca fiind un indicator potrivit, deoarece calculul pe termen scurt (anual) poate constitui o frână în calea creșterii pe termen lung, iar aplicarea metodologiei de calcul ridică probleme pentru acele sectoare cu cheltuieli de cercetare și dezvoltare ridicate, implicând în același timp și un număr mare de ajustări contabile.

Deși, cele 2 companii nu consideră EVA ca fiind un indicator potrivit pentru ele, totuși prezintă optimism în ceea ce privește consistența acestui indicator pentru alte companii.

După cum am menționat inițial, nu au existat companii care să utilizeze EVA, deci secțiunea A a chestionarului nu a fost completată de către nici o companie conținută de eșantion. Iar cele 2 companii discutate anterior au completat secțiunea B deoarece utilizează managementul bazat pe valoare.

Majoritatea covârșitoare, și anume 45% dintre companiile chestionate, au

declarat că nu utilizează managementul bazat pe valoare, ci indicatori ce aparțin managementului bazat pe venituri. Prin urmare, aceste 9 cazuri au completat secțiunea C a chestionarului.

În urma analizei răspunsurilor s-a constatat că 6 dintre companiile în cauză utilizează ROE sau ROI și numai 3 utilizează EPS, PER sau EBITDA; motiv pentru care s-a considerat mult mai potrivit tratarea și comentarea rezultatelor pe două secțiuni.

Astfel, cele 6 companii, cu o singură excepție, consideră că acești indicatori, respectiv ROE și ROI, se ridică la nivelul așteptărilor în ceea ce privește evaluarea performanțelor companiilor.

În aceste cazuri, printre cele mai frecvente motive pentru care sunt utilizați indicatorii menționați mai sus sunt: este o metodă simplă și eficientă de management financiar; reflectă performanța globală a companiei și oferă semnale timpurii cu privire la evoluția companiei. Iar scopurile cu care sunt folosiți ROE /ROI sunt, în general: stabilirea obiectivelor; planificarea bugetului și managementul costurilor. Astfel, datorită celor menționate anterior, aceste companii consideră că vor utiliza și pe viitor aceiași indicatori.

Ultima parte a companiilor respondente sunt cele care nu utilizează managementul bazat pe valoare și care utilizează alte metode în afară de ROE sau ROI.

După cum am menționat, cele 3 companii în discuție utilizează EPS, PER sau EBITDA cu scopul de a stabili obiectivele de planificare a bugetului și pentru

managementul costurilor. Iar motivele utilizării indicatorilor mai sus menționați sunt: este o metodă simplă și eficientă de management financiar și ea reflectă performanța globală a companiei. În final, deși toate companiile declară că măsura în care indicatorul utilizat răspunde cerințelor și atingerii obiectivelor este doar satisfăcătoare, vor continua să utilizeze același indicator și pe viitor.

În mod surprinzător, printre cele 3 companii menționate anterior, a existat un caz care, deși în prezent nu utilizează nici măcar managementul bazat pe valoare, a luat în considerare implementarea EVA. Din păcate, s-a ajuns la concluzia că, momentan, nu au la dispoziție timpul necesar ce trebuie dedicat acestui proiect, dar există posibilitatea ca în următorii 2-3 ani să se repună în discuție folosirea acestei metode.

2.2. Studiu de caz

Pentru a arăta importanța metodei de evaluare EVA am efectuat un studiu de caz referitor la trei companii, trei cazuri particulare menite să evidențieze corelația EVA – metode clasice de evaluare a companiei: Petrom SA, Impact Developer & Contractor SA și AzoMureș SA.

2.2.1. Metoda de lucru

Pentru a exemplifica modul de măsurarea a valorii create/distruse pentru acționari au fost prezentați o serie de indicatori de măsură întâlniți în majoritatea rapoartelor publicate de către companiile

cotate la bursă. Pentru fiecare s-a făcut mai întâi o prezentare teoretică urmată de exemplificarea modului de calcul. După o scurtă prezentare a indicatorilor contabili clasici, accentul a fost pus pe prezentarea indicatorului EVA – valoarea economică adăugată. Exemplificarea modului de calcul s-a făcut pe baza datelor companiilor: Petrom S.A.; Impact Developer&Contractor S.A. și AzoMureș S.A. Majoritatea datelor referitoare la companii au ca sursă rapoartele anuale ale acestora. Când sursa a fost alta a fost menționată separat. Calculul fiecărui indicator a fost făcut pentru o perioadă de 3 ani, 2004, 2005 și 2006.

Astfel, acest al doilea studiu vine să întărească și să accentueze utilitatea indicatorului EVA și relevanța rezultatelor obținute. Iar rezultatele indicatorului EVA obținute prin calcul au fost comparate cu rezultatele indicatorului ROE, publicate de către fiecare companie.

Pentru o înțelegere mai precisă a studiului efectuat este necesară mai întâi rezumarea conceptelor teoretice legate de indicatorii analizați.

ROE – Rentabilitatea capitalului (Return on equity)

ROE = Venit net / Valoarea contabilă a capitalului propriu

ROE este mai popular la nivel de firmă, în timp ce ROI – Rentabilitatea investiției (*Return on Investment*) este mai popular pentru măsurarea performanțelor unui departament. Un motiv pentru aceasta ar fi că ROE este o măsurătoare care îi interesează în mod deosebit pe in-

vestitori.

Fiind asemănător cu ROI, ROE are aceleași dezavantaje ca și acesta. Un aspect special al ROE ar fi că acesta este foarte sensibil la nivelul de îndatorare a firmei. ROE va crește dacă se folosește mai mult capital împrumutat decât este necesar, dar valoarea pentru acționari scade, ceea ce face ca ROE și valoarea pentru acționari să fie divergente în acest caz.

În caz că se dorește creșterea ROE, se pot face următoarele operațiuni: creșterea capitalului împrumutat, creșterea ratei de rotație a activelor sau creșterea ratei profitului relativ la cifra de afaceri sau răscumpărarea de acțiuni.

O altă problemă a ROI sau ROE este că sunt imposibil de comparat între companii bazate pe tehnologia informației și companii industriale. Companiile industriale investesc foarte mult în active fixe, în timp ce companiile bazate pe informație investesc în pregătirea profesională, cercetare și informație, dar doar mici procente sunt capitalizate [Rapaport, 1998, p.130-131].

De asemenea, ROE accentuează că politicile de capitalizare și amortizare sunt strict contabile și nu afectează fluxurile de numerar ale companiei sau rata profitului economic. Cheltuielile cu cercetarea și dezvoltarea sunt considerate cheltuieli ale perioadei și deci, compararea ROI al unei companii farmaceutice sau din anumite ramuri industriale cu cheltuieli mari în acest domeniu cu alte companii poate fi înșelătoare, deoarece netratarea acestor cheltuieli ca investiții cresc ROI. De asemenea, este considerată

o măsură arbitrară deoarece, în cazul unor companii cu ROI ridicat anumite investiții pot fi respinse deoarece au un ROI mai scăzut, chiar dacă ele ar obține un câștig mai mare decât costul capitalului, iar în cazul unei companii cu ROI istoric scăzut vor fi acceptate proiecte cu ROI mai mare dar care nu acoperă costul capitalului și deci distrug valoare [Rapaport, 1998, p.258-259].

Ehrbar [1999, p.58] critică și el aceste măsurători, dar el privește din perspectiva CEO, și discută mai ales legarea remunerației CEO și CFO de acești indicatori. Dacă remunerația managerilor depinde de ROI sau ROE, aceștia pot accepta proiecte care în fapt distrug valoare dar cresc veniturile contabile. O divizie care are ca țintă un ROI înalt va respinge proiecte care au ROI mai mic dar care ar fi câștigat mai mult decât costul capitalului și, deci, ar fi creat valoare pentru acționari. Pe de altă, parte o divizie care are ca țintă un ROI scăzut, va accepta proiecte cu un ROI mai mare chiar dacă nu se acoperă costul capitalului necesar.

2.2.2. Metodologia de calcul utilizată

EVA este un indicator care măsoară performanța corporativă diferit de ceilalți indicatori de până la momentul introducerii ei pe piață, pentru că propune ajustarea profitului cu costul capitalului. [Black 1998, p. 57]

Formula de calcul ce va fi utilizată în cadrul studiului este:

$$EVA = NOPAT_{ajustat} - CMPC * CT_{ajustat}$$

unde:

NOPAT – profitul operațional net și se calculează astfel:

$NOPAT = \text{vânzările} - \text{cheltuielile operaționale (inclusiv amortizarea)} - \text{impozitul pe profit}$

CMPC – costul mediu ponderat al capitalului

CT – capitalul total

Capital reprezintă capitalul operațional al companiei și se calculează ca suma dintre nevoia de fond de rulment operațional (NFR operațional = active curente operaționale – pasive curente nepurtătoare de dobânzi) și valoarea netă a imobilizărilor corporale (valoarea imobilizări – amortizarea).

Pentru a exprima cât mai bine situația firmei și pentru a face cât mai ușoară comparația între EVA a unor firme diferite, Stern-Stewart&Co propune o serie de ajustări a datelor contabile, prezentate în cadrul exemplificării modului de calcul.

Se consideră că EVA oferă o perspectivă multilaterală asupra performanțelor companiei. Managerii sunt îndreptați să-și concentreze atenția și asupra contului de profit și pierdere dar și asupra bilanțului. EVA este considerată mai bună pentru că oferă o bază pentru comparația între companii, deoarece se folosește în calcul și costul capitalului care ia în considerație și gradul de risc al companiei.

În plus, formula propusă de Stern-Stewart&Co conține o multitudine de ajustări pentru a elimina influența politicilor contabile. În acest caz, calculele devin mai complicate, dar în același timp rezultatele obținute sunt mai apropiate de

valoarea reală a performanțelor companiei. Deci primul pas în aplicarea EVA este deciderea ajustărilor necesare la datele contabile. Principalele ajustări ar putea fi: recunoașterea cheltuielilor cu cercetarea dezvoltarea ca investiții de capital, recunoașterea altor cheltuieli ca investiții, adăugarea amortizării la profit, ajustarea taxelor, ajustări bilanțiere. Pentru a decide ce ajustări trebuie făcute, mai întâi trebuie decise că sunt materiale, adică, influențează valoarea pentru acționari.

În cazul celor trei companii, în calcularea EVA s-a pornit de la profitul operațional din contul de profit și pierderi al companiei, la care s-a adăugat amortizarea curentă și cheltuielile cu publicitatea și s-au scăzut taxele datorate statului, date preluate, de asemenea, din rapoartele anuale ale companiei¹. Pentru calcularea capitalului investit s-a pornit de la pasivul total din bilanțul contabil² al companiei la care s-au adăugat datoriile certe prin contracte de leasing operațional neînregistrate în bilanț, costurile de publicitate și s-a scăzut cheltuirile în avans. În continuare, vor fi prezentate pe larg ajustările făcute la NOPAT și capitalul total, și motivul pentru care au fost făcute.

EVA reprezintă supra-câștigul din activități operaționale [Hostettler, 2000, p.39] și, în acest sens, pentru calcularea EVA, trebuie luate în considerație doar valorile bilanțiere care au legătură cu activitatea operațională.

¹ <http://www.petrom.com/romana/rezultateanuale.htm>
http://www.impactsa.ro/rapoarte_financiare.php
<http://www.azomures.com:82/raportari/files.php>

² Ibidem.

În calcularea NOPAT ajustat pentru Petrom SA, Impact SA și AzoMureș SA nu au fost luate în considerare cheltuielile cu dobânzi pentru împrumuturi sau leasing, deoarece NOPAT trebuie să fie o cifră înainte de perceperea cheltuielilor cu finanțarea.

Acestea vor fi luate în considerare în întregul cost al capitalului. Dacă s-ar fi scăzut din venituri, ar fi însemnat luarea în considerare de două ori a costului capitalului împrumutat în calculul EVA.

De asemenea, în calcularea NOPAT nu s-au luat în considerare veniturile excepționale, ca de exemplu, din tranzacționarea cu acțiuni, din vânzarea unor active sau schimbarea metodei de evaluare a activelor. Motivul ar fi că managementul firmei trebuie să se concentreze asupra activităților cu influență pe termen lung și nu asupra avantajelor pe termen scurt din tranzacții care nu se vor mai repeta.

Nu s-au luat în considerare nici cheltuielile cu amortizarea sau provizioanele (adică acestea au fost adunate pentru a neutraliza aceste cheltuieli deja scăzute din profit) deoarece se dorește înlăturarea influenței diferitelor practici contabile asupra rezultatelor companiei.

De asemenea, nu s-au luat în considerare cheltuielile cu cercetarea dezvoltarea, cheltuielile cu publicitatea sau pregătirea profesională a angajaților. Stern-Stewart & Co propune ca acestea să fie considerate drept investiții de capital.

Activele achiziționate prin leasing financiar sunt prezente în activele companiei și deci nu fac obiectul ajustărilor. NOPAT trebuie ajustat prin adunarea amortizărilor corespunzătoare activelor

achiziționate prin leasing financiar. Acti-
vele achiziționate prin leasing operațional
nu sunt încă înregistrate în activul com-
paniei, chiar dacă aceasta le utilizează.
Practic, acestea reprezintă capital folosit,
dar neînregistrat. Leasingul financiar este
înregistrat ca o datorie pe termen lung dar
leasingul operațional nu, chiar dacă re-
prezintă niște fonduri datorate de compa-
nie în mod cert. Astfel, ratele financiare
sunt influențate deoarece capitalul utilizat
înregistrat este mai mic decât cel folosit
în realitate. Pentru acestea se consideră
cheltuieli anuale sub forma ratelor de lea-
sing, care se scad din venituri. În conse-
cință, sumele reprezentând restul de plată
pentru contracte de leasing operațional,
neînregistrate în bilanț, actualizate se vor
include în capitalul utilizat de firmă, pen-
tru calcularea EVA.

De asemenea, s-au adăugat cheltuielile
cu publicitatea, deoarece se consideră că
acestea au efecte asupra mai multor ani și
contribuie la dezvoltarea activității.
Această ajustare este în special utilă pen-
tru companiile care nu utilizează foarte
multe investiții în active ci se bazează pe
cercetare sau dezvoltare, pe pregătirea
angajaților și pe publicitate.

În calcularea capitalului utilizat se fo-
losesc informații atât din partea de activ,
cât și din partea de pasiv a bilanțului,
pentru că astfel se poate deosebi mai bine
între capitalul necesar pentru activități
operaționale și cel necesar pentru activi-
tăți ne-operaționale.

Se pleacă de la pasivul bilanțier. Din
acesta se scad activele ne-operaționale și
cele operaționale dar încă neintroduse în
activitate (ca de exemplu cheltuielile în

avans). De asemenea, nu se iau în consi-
derare titlurile de valoare. Acestea se di-
ferențiază de participațiile în alte firme,
prin faptul că sunt deținute pentru perioa-
de scurte și pot fi oricând vândute fără a
influența activitatea operațională [Hostettler,
2000, p.45].

CMPC a fost obținut din estimările
conținute în partea de anexe a lucrării de
doctorat *Analiza costului global de finan-
țare al companiei* a Monicăi Petcu, ASE,
București 2005³.

2.2.3. Compararea rezultatelor obținute

Petrom S.A.

Petrom este cea mai importantă com-
panie petrolieră din România, cu activități
de explorare și producție, rafinare, petro-
chimie și marketing. Petrom are rezerve
estimate de circa 1 miliard barili echiva-
lent petrol, o capacitate anuală de rafinare
de 8 milioane de tone și 553 de benzinării.

Compania Petrom a fost aleasă deoa-
rece este clasată pe primul loc în clasa-
mentul celor mai lichide și active firme
listate la BVB (Bursa de Valori Bucu-
rești)⁴. Un alt motiv pentru care a fost se-
lecționată această companie, pe lângă per-
formanțele sale, este faptul că ilustrează o
corelare perfectă între indicatorul utilizat,
și anume ROE, și Indicatorul EVA.

Pentru calculul NOPAT ajustat s-a
pornit de la profitul operațional la care s-
au adăugat amortizarea curentă, costurile
de publicitate și s-a scăzut impozitul pe

³ <http://www.biblioteca.ase.ro/>

⁴ <http://www.bvb.ro/IndicesAndIndicators/indices.aspx>

Tabelul 1: Indicatori publicați de Petrom S.A.

Indicator	2004	2005	2006
EBITDA (lei)	172.984.307	2.614.949.998	3.624.060.939
ROE	(11%)	14%	20%
EVA (lei)	-57.988.210	2.734.411.106	3.384.770.580

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (<http://www.petrom.com/romana/rezultateanuale.htm>) și calcule proprii (vezi și Anexa 2).

profit. Astfel s-a obținut un NOPAT ajustat de 656.806.562 lei pentru anul 2004; 2.933.049.348 lei pentru 2005 și 4.660.884.169 lei pentru anul 2006.

Pentru calculul capitalului total ajustat s-a pornit de la pasivul bilanțier la care s-au adăugat cheltuielile cu publicitatea (acum considerate investiții de capital) și s-au scăzut cheltuielile în avans. S-a obținut astfel un capital total ajustat de 9.969.243.692 lei pe 2004; 9.238.987.989 lei pentru 2005 și 13.532.487.690 lei pentru anul 2006. Capitalul total ajustat a fost înmulțit cu CMPC obținând astfel costul capitalului utilizat. Acest cost al capitalului a fost scăzut din NOPAT ajustat obținându-se EVA în valoare de -57.988.210 lei pentru anul 2004; 2.734.411.106 lei pentru 2005 și 3.384.770.580 lei pentru anul 2006.

Din calculele EVA prezentate mai sus reiese că Petrom S.A. creează valoare pentru acționari. EVA arată că Petrom a creat valoare în fiecare an, cu excepția primului an, 2004. Aceasta este în corelație perfectă cu rezultatele obținute prin ROE, după cum se observă și în cazul acestui indicator, se înregistrează o valoare negativă -11% în anul 2004, urmând

apoi să înregistreze o creștere continuă.

Studiul poate fi dus chiar mai departe. Dacă urmărim evoluția cursului acțiunilor Petrom S.A pe parcursul celor 3 ani, vom observa că acesta are aceeași evoluție ca și indicatori mai sus menționați. Însă, cel care a fost luat în considerare de către acționari a fost ROE, un indicator care în cazul de față, din fericire este destul de relevant pentru a indica valoarea creată pentru acționari. Această afirmație fiind întărită și de rezultatele indicatorului EVA.

Impact Developer&Contractor S.A.

Impact Developer&Contractor S.A. este o societate comercială pe acțiuni, cu capital integral privat, ce activează în domeniul dezvoltării de proiecte imobiliare complexe. Înființată în 1991 prin subscripție publică, Impact SA este din anul 1996 cotate la Bursa Româna de Valori București. În 2006 acțiunile companiei au promovat la categoria I a Bursei, devenind astfel primul reprezentant al sectorului de dezvoltare imobiliară și construcții.

În prezent, principalele categorii de servicii oferite de companie sunt dezvolt

țarea de proiecte imobiliare complexe: ansambluri de locuințe, clădiri de birouri moderne cât și spații destinate comerțului sau platforme logistice. Totodată, Impact Developer&Contractor S.A. oferă soluții financiare proprii și consultanță de specialitate pentru contractarea imobilelor din oferta de produse a companiei.

La nivelul anului 2005 compania de dezvoltare imobiliară Impact deține în

București o cotă de piață de 28.65% în ceea ce privește unitățile locative în execuție și o cotă de piață de 9,26% dacă ne raportăm la unitățile locative finalizate. Dacă ne raportăm la întreaga țară, cota de piață a Impact SA este de 1,49% în privința unităților locative în execuție și de 2,86% în ceea ce privește numărul unităților locative finalizate⁵.

Tabelul 2: Indicatori pentru Impact Developer&Contractor S.A.

Indicator	2004	2005	2006
EBITDA (lei)	21.482.978	16.554.943	27.200.394
ROE	19%	7.5%	11.2%
EVA (lei)	-3.090.763	-11.644.858	-2.353.985

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (http://www.impactsa.ro/rapoarte_financiare.php) și calcule proprii (vezi și Anexa 2).

Principiul de calcul aplicat este același ca și în cazul companiei Petrom. Astfel NOPAT ajustat obținut în cazul companiei Impact este: 18.791.493 lei pentru anul 2004; 15.959.967 lei pentru 2005 și 22.791.205 lei pentru anul 2006. Iar valorile obținute la calcularea capitalului total ajustat sunt: 99.464.801 lei pe 2004; 143.775.132 lei pentru 2005 și 164.347.645 lei pentru anul 2006.

După calculul costului capitalului, prin ponderarea capitalului total ajustat cu CMPC, și scăderea acestuia din NOPAT se obțin valorile EVA pentru compania Impact. Aceste valori sunt, în mod surprinzător negative, și anume: -3.090.763 lei pentru anul 2004; -11.644.858 lei pentru 2005 și -2.353.985 lei pentru anul 2006.

Într-adevăr, în ceea ce privește evoluția pe parcursul celor trei ani, cei doi indicatori sunt asemănători în sensul că în anul 2005 se observă cea mai joasă valoare. Numai că diferența majoră este reprezentată de semnificația celor doi indicatori.

Mai precis valorile înregistrate de ROE: 19 în 2004, 7,5% în 2006 și 11,2% în 2006, indică o evoluție pozitivă a firmei și faptul că este profitabilă pentru acționari. Lucru confirmat și de evoluția cursului la BVB a acțiunilor companiei Impact, care a fost direct proporțional cu valorile ROE. Ceea ce indică faptul că acționarii s-au ghidat după acest indicator

⁵ <http://www.impactsa.ro/istoric.php>

(pe lângă EPS și PER, indicatori publicați în mod obligatoriu pe siteul BVB).

Dacă analizăm însă valorile calculate pentru EVA, acestea indică faptul că Impact SA distruge de fapt valoarea pentru acționari în loc să o creeze. Motivul pentru care se întâmplă acest lucru este existența unui cost mediu ponderat al capitalului mult prea ridicat. O explicație ar putea fi faptul că compania dispune de foarte mult numerar și nu acordă foarte multă atenție rentabilității investițiilor făcute. Sau faptul că din anul 2004 s-a trecut la un nou sistem de management – de la managementul pe obiective s-a trecut la managementul pe proiecte. Adaptarea la acest nou sistem a făcut mult mai anevoioasă urmărirea încadrării în buget (costuri, venituri), termen și calitate. Dar se pare că, începând cu 2006, compania începe să își revină, evoluție confirmată și

de evoluția cursului acțiunilor în prima jumătate a anului 2007.

AzoMureș S.A.

S.C. AzoMureș S.A. Târgu Mureș este o societate specializată în producerea și comercializarea îngrășămintelor chimice cu azot, fosfor și potasiu și melamină.

AzoMureș are o capacitate de aproximativ 1,8 milioane tone fizice de îngrășămintă chimice, este lider indiscutabil al industriei de îngrășămintă chimice din România. Și este unic producător de melamină în România. Platformele societății sunt organizate independent ca centre de profit separate în cadrul unei scheme financiare comune.

AzoMureș este clasată ca fiind pe locul al 10-lea⁶ în topul celor mai lichide și active companii cotate la BVB, motiv pentru care a fost inclusă în studiul efectuat.

Tabelul 3: Indicatori publicați de AzoMureș S.A.

Indicator	2004	2005	2006
EBITA (RON)	187.088.736	221.813.923	191.469.314
ROE	5%	7%	3%
EVA (RON)	139.889.853	181.857.977	159.851.110

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (<http://www.azomures.com:82/raportari/files.php>) și calcule proprii (vezi și Anexa 2).

Din calculele efectuate, după aceeași metodologie utilizată și în cazul celorlalte 2 companii, s-a obținut un NOPAT ajustat cu următoarele valori: în 2004, 181.162.062 lei; în 2005, 220.453.564 lei

și în 2006 a avut o valoare de 193.557.140 lei. În cazul capitalului total ajustat s-a obținut: 228.908.538 lei pentru 2004; 247.884.309 lei pentru 2005 și 245.313.174 lei pentru anul 2006.

Astfel, din rezultatele de mai sus au rezultat următoarele valori pentru EVA:

⁶ <http://www.bvb.ro/IndicesAndIndicators/indices.aspx>.

139.889.853 lei în 2004, 181.857.977 lei în 2005 și 159.851.110 lei pentru anul 2006.

Comparând rezultatele obținute cu valorile ROE pentru anii luați în calcul, și anume 5% în 2004, 7% în 2005 și 3% în 2006, se observă că deși, potrivit acestui indicator, compania a fost cotate ca având o performanță relativ mică comparativ cu media pieței, totuși firma a creat valoare pentru acționari, ceea ce înseamnă că a obținut un câștig mai mare decât costul capitalului. Însă dacă corelăm cu evoluția cursului acțiunilor AzoMureș se observă că acționarii au fost induși în eroare de valorile ROE și au acționat în consecință, fără să ia în calcul potențialul companiei și perspectivele sale de dezvoltare, relevante foarte clar de EVA.

Rezultatele indicatorului EVA pot fi motivate de cheltuielile pentru cercetare și dezvoltare ridicate, care au condus și la o valoare mare a amortizării. Activitatea de cercetare-dezvoltare la AzoMureș, pe parcursul anului 2005, se evidențiază prin finalizarea proiectului cu tema: Tehnologii noi pentru obținerea de fertilizanți solizi conținând azot și sulf, pentru asigurarea solurilor cu sulf solubil.⁷

Proiectul are drept scop dezvoltarea gamei sortimentale de îngrășăminte chimice produse pe platforma AzoMureș, calitativ superioare și cu spectru lărgit de acțiune.

Se pune un accent deosebit pe ecologie, iar realizarea și apoi utilizarea produselor agrochimice multicomponente (cu conținut de combinații de 2-3 substanțe

bioactive) au efect cumulat asupra plantelor de cultură, și anume: creșterea calitativă și cantitativă a produselor agricole, creșterea rezistenței plantelor la factorii de mediu, reducerea toxicității și a ecotoxicității.

Concluzii

Lucrarea de față s-a concentrat pe analiza empirică a utilizării celei mai populare metode de măsurare a creării de valoare pentru acționari, și anume EVA (valoarea economică adăugată). Pentru aceasta s-a efectuat un sondaj la nivelul unui eșantion format din firme ce activează pe plan național și care sunt cotate la Bursa de Valori București.

Studiul efectuat a avut ca obiectiv evidențierea eficienței EVA la nivelul companiilor. În primul rând s-a avut în vedere stabilirea metodei utilizate pentru evaluarea performanțelor de către fiecare companie chestionată. Iar un al doilea pas a urmărit evidențierea motivelor pentru care o companie a optat pentru o metodă sau alta și măsura în care aceasta se ridică la nivelul așteptărilor. În urma răspunsurilor primite a rezultat, din păcate, că nici una dintre companiile chestionate nu utilizează EVA.

Datorită rezultatelor obținute în urma anchetei efectuate inițial, am ajuns la concluzia că, pentru ca acest studiu să demonstreze relevanța metodei de evaluare EVA, este necesar să se efectueze un studiu de caz extins asupra a trei companii, ce reprezintă trei cazuri particulare menite să evidențieze corelația EVA –

⁷ <http://www.azomures.com/>

metode clasice de evaluare a companiei. Exemplificarea s-a făcut pe baza datelor companiilor: Petrom S.A.; Impact Developer&Contractor S.A. și AzoMureș S.A.

În urma calculelor efectuate și prin compararea rezultatelor obținute cu indicatorului publicat și utilizat (ROE) de către companiile în cauză, a reieșit că EVA poate fi considerată o măsură ce oglindește cu fidelitate o evaluare reală a companiilor, deoarece în plus față de ROE,

mărimea indicatorului EVA este influențată și de performanța compartimentului financiar, costul capitalului investit fiind un factor determinant al mărimii valorii create de către întreprindere. Totuși EVA nu este implementată de companii deoarece pe lângă timpul necesar considerat mult prea lung, aceasta mai presupune și realizarea unei restructurări generale și accețiune la nivelul culturii corporative.

Anexa 1

Chestionar: Studiu asupra eficienței valorii economice adăugată (EVA)

1. Este utilizat în compania Dvs. VBM (managementul bazat pe valoare)?

Da ☐ Nu ☐

(Dacă răspunsul este “Da”, continuați vă rog cu întrebarea 2; dacă răspunsul este “Nu”, continuați vă rog cu SECȚIUNEA C)

2. Ce metodă folosiți în analiza și evaluarea performanțelor companiei Dvs.?

☐ EVA (valoarea economică adăugată) ☐ MVA (valoarea de piață adăugată)

☐ CFROI (rata de rentabilitate a fluxurilor de numerar) ☐ TSR (randamentul acțiunilor)

☐ Altele (vă rog menționați) _____

(Dacă răspunsul este “EVA”, continuați vă rog cu întrebarea 3; Dacă răspunsul este altul decât cel menționat anterior, continuați vă rog cu SECȚIUNEA B)

SECȚIUNEA A – A se completa de către companiile care folosesc EVA (vă rog completați dacă răspunsul Dvs. la întrebarea 3 este afirmativ)

3. De cat timp folosește compania Dvs. EVA?

< 1 an ☐ 1- 2 ani ☐ 2-3 ani ☐ 4-5 ani ☐ 5-6 ani ☐
6-7 ani ☐ 7-8 ani ☐ 8-9 ani ☐ 9-10 ani ☐ > 10 ani ☐

4. Indicați vă rog motivele pentru care compania Dvs. a hotărât utilizarea metodei EVA, prin bifarea căsuțelor corespunzătoare și notarea acestora în funcție de importanță.

Pentru a crea valoare pentru acționari (a crește prețul acțiunilor) ☐ _____

Pentru a facilita utilizarea unei singure metode de măsurare a performanțelor companiei ☐ _____

Pentru a facilita fixarea obiectivelor ☐ _____

Pentru a alinia obiectivele manageriale cu cele ale acționarilor ☐ _____

Pentru a îmbunătăți performanțele managerilor diferitelor diviziei ☐ _____

Pentru a alinia sistemul compensațiilor la activitățile creatoare de valoare ☐ _____

Pentru a facilita analiza performanței diviziilor sau a companiei ☐ _____

Altele (vă rog menționați) _____ ☐ _____

5. Cât de mult succes considerați Dvs. că a avut EVA în atingerea obiectivelor companiei?

Nu a avut deloc succes ☐ A avut succes într-o oarecare măsură ☐

Un succes moderat ☐ Un succes foarte mare ☐

6. La implementarea EVA, a folosit compania Dvs. consultanți externi?

Da ☐ Nu ☐

7 a) La cât apreciați că s-au ridicat costurile directe (ex: taxe consultanță, training) asociate implementării EVA?

Sub \$500,000 ☐ \$500,000 - \$1,000,000 ☐
\$1,000,000 - \$2,000,000 ☐ Peste \$2,000,000 ☐

b) Cum s-au situat costurile indirecte (ex: personal intern, cheltuieli IT) comparativ cu cele directe?

Mai mari decât costurile directe ☐
Aproximativ egale ☐
Mai mici decât costurile directe ☐

8. Per ansamblu, considerați că beneficiile aduse de implementarea EVA depășesc costurile?

Da ☐ Nu ☐

Comentariu (Optional) _____

9. Cât a durat implementarea EVA?

< 2 luni ☐ 2-3 luni ☐ 4-5 luni ☐
6-9 luni ☐ 10 luni-1 an ☐ 1-2 ani ☐ >2 ani ☐

10. Era sistemul contabil inițial adecvat aplicării EVA?

Da ☐ Nu ☐

(Dacă "Da" continuați cu întrebarea 12; dacă "Nu" continuați cu întrebarea 11)

11 a) A fost sistemul contabil schimbat pentru a sprijini implementarea EVA?

Da ☐ Nu ☐

b) Din informațiile Dvs. câte ajustări ale sistemului contabil au fost făcute pentru a se calcula EVA pe baza rezultatelor contabile tradiționale?

Mai puține de 5 ☐ 5-10 ☐ 11-20 ☐ mai multe de 20 ☐

12. Considerați că și pentru luarea deciziilor viitoare vă veți putea baza pe informațiile furnizate de EVA?

În mod semnificativ mai mult ☐ Oarecum mai mult ☐ Ca și până acum ☐
Oarecum mai puțin ☐ În mod semnificativ mai puțin ☐

13. Înaintea implementării EVA, ce anume ați analizat pentru a studia aplicabilitatea metodei în compania Dvs.? (Puteți bifa mai multe variante).

S-a cercetat dacă cultura organizațională va permite descentralizarea luării deciziilor ☐
S-a evaluat corelația dintre rezultatele financiare și valoarea de piață a companiei ☐
S-a analizat evoluția valorii de piață a companiei corelată cu așteptările acționarilor ☐
S-a analizat performanța companiei comparative cu cea a principalilor competitori ☐
S-a cercetat dacă sistemul contabil utilizat redă în mod adecvat indicatorii ce sugerează valoarea creată pentru acționari ☐

Altele (Optional) _____

14. La ce nivel organizațional s-a efectuat un training EVA formal?

	<u>Training</u>	<u># zile de training</u>
Manageri de vârf	☐	_____ zile
Manageri de nivel mediu	☐	_____ zile
Manageri de nivel inferior	☐	_____ zile
Staff operațional	☐	_____ zile

Comentarii (*Opțional*) _____

15 a) În ce măsură își manifestă suportul pentru EVA managerii de vârf ?

Nu foarte susținut	☐	Suficient de susținut	☐
Moderat de susținut	☐	Foarte susținut	☐

b) Din momentul implementării acest suport:

A scăzut	☐	A rămas la fel	☐	A crescut	☐
----------	--------------------------	----------------	--------------------------	-----------	--------------------------

16. În ce măsură este EVA folosită în calculul compensațiilor?

Deloc	☐	Senior managers	☐
De la middle manageri în sus	☐	Pentru toți angajații	☐

17. La ce nivel este EVA aplicată în compania Dvs.?

Corporativ	☐	Divizie	☐	Departament	☐
Proces	☐	Activitate	☐		

18. Cât de des sunt luate în considerare în mod explicit rezultatele oferite de EVA, în luarea deciziilor operaționale majore sau strategice?

Întotdeauna	☐	De obicei	☐	Frecvent	☐
Câteodată	☐	Rar	☐		

SECȚIUNEA B – A se completa de către companiile care nu utilizează EVA (vă rog completați numai dacă răspunsul Dvs. la întrebarea 2 a fost altul decât “EVA”)

1. Care sunt motivele pentru care nu utilizați EVA?

Costurile implementării EVA sunt prea ridicate	☐
Cultura organizațională nu permite descentralizarea luării deciziilor	☐
S-a constatat că sistemul contabil nu suportă EVA	☐
Lipsa angajamentului din partea top managementului	☐

Altele (*Opțional*) _____

2. Considerați că Eva nu este un indicator potrivit pentru compania Dvs. deoarece:

- Indicatorul presupune o evaluare a performanțelor numai din punctul de vedere al investitorului ☐
- Calculul pe termen scurt (anual) poate constitui o frână în calea creșterii pe termen lung ☐
- Indicatorul nu reflectă calitatea reală a investițiilor pe termen lung ☐
- Aplicarea metodologiei de calcul ridică probleme pentru acele sectoare cu cheltuieli R&D ridicate ☐
- Lipsa unei metodologii unitare și numărul mare de ajustări contabile necesare ☐
- Altele (*Optional*) _____

3. Pe viitor considerați că poate exista posibilitatea implementării EVA în compania Dvs.?

Da ☐ Nu ☐ Nu știu ☐

4. În ce măsură metoda/indicatorul pe care îl utilizați în evaluarea performanțelor în prezent, răspunde cerințelor și atingerii obiectivelor companiei?

(Vă rog menționați indicatorul utilizat _____)

Peste așteptări ☐ La nivelul așteptărilor ☐

Satisfăcătoare ☐ Sub așteptări ☐

5. Care sunt motivele pentru care utilizați metoda/indicatorul menționat anterior?

- Este un instrument de ameliorarea gestiunii globale a întreprinderii ☐
- Este o metodă simplă și eficientă de management financiar ☐
- S-a dovedit a fi un instrument eficient de planificare strategică ☐
- Reflectă performanța globală a companiei ☐
- Înlesnește luarea deciziilor referitoare la viitoarele proiecte investiționale ☐
- Oferă semnale timpurii cu privire la evoluția companiei ☐
- Altele (*Optional*) _____

6. Cu ce scop este metoda/indicatorul menționat la întrebarea 4 folosită în cadrul companiei Dvs.? (Puteți opta pentru mai multe variante)

Stabilirea obiectivelor ☐ Benchmarking ☐

Restructurarea capitalului ☐ Planificarea bugetului ☐

Oferirea compensațiilor ☐ Managementul costurilor ☐

Altele (*vă rog specificați*) _____

7. Care poziția Dvs. în ceea ce privește EVA?

- EVA este o metodă superficială ce va dispărea cu timpul ☐
- EVA poate fi considerată o inițiativă valoroasă pentru multe companii, dar nu pentru noi ☐
- EVA este o inițiativă valoroasă pentru compania noastră, dar din păcate nu poate fi implementată ☐

SECȚIUNEA C – A se completa de către companiile care nu utilizează VBM – *value based management* (vă rog completați numai dacă răspunsul Dvs. la întrebarea 1 a fost negativ)

1. Ce metodă folosiți în analiza și evaluarea performanțelor companiei Dvs.?

- | | |
|---|---|
| ☐ EPS (câștig pentru acționari) | ☐ ROI (randamentul investiției) |
| ☐ PER (profitul net pe acțiune) | ☐ ROE (rentabilitatea capitalului) |
| ☐ Altele (vă rog menționați) _____ | |

2. Care sunt motivele pentru care utilizați metoda/indicatorul menționat anterior?

- | | |
|--|--------------------------|
| Este un instrument de ameliorarea gestiunii globale a întreprinderii | ☐ |
| Este o metodă simplă și eficientă de management financiar | ☐ |
| S-a dovedit a fi un instrument eficient de planificare strategică | ☐ |
| Reflectă performanța globală a companiei | ☐ |
| Înlesnește luarea deciziilor referitoare la viitoarele proiecte investiționale | ☐ |
| Simplitatea calculului acestui indicator | ☐ |
| Oferă semnale timpurii cu privire la evoluția companiei | ☐ |
| Altele (<i>Optional</i>) _____ | |

3. În ce măsură metoda/ indicatorul pe care îl utilizați în evaluarea performanțelor în prezent, răspunde cerințelor și atingerii obiectivelor companiei?

- | | | | |
|-----------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Peste așteptări | ☐ | La nivelul așteptărilor | ☐ |
| Satisfăcătoare | ☐ | Sub așteptări | ☐ |

4. Cu ce scop este metoda/indicatorul menționat la întrebarea 1 folosită în cadrul companiei Dvs.? (Puteți opta pentru mai multe variante)

- | | | | |
|-----------------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Stabilirea obiectivelor | ☐ | Benchmarking | ☐ |
| Restructurarea capitalului | ☐ | Planificarea bugetului | ☐ |
| Oferirea compensațiilor | ☐ | Managementul costurilor | ☐ |
| Altele (vă rog specificați) _____ | | | |

5. Apreciați ca și pe viitor compania Dvs. va utiliza acest indicator?

- | | | | | | |
|----|--------------------------|----|--------------------------|---------|--------------------------|
| Da | ☐ | Nu | ☐ | Nu știu | ☐ |
|----|--------------------------|----|--------------------------|---------|--------------------------|

Vă mulțumesc pentru timpul acordat și cooperarea Dvs.

Anexa 2**Indicatori calculați pentru companiile analizate****Petrom S.A.****Indicatori publicați de Petrom S.A.**

Indicator	2004	2005	2006
EBITDA (lei)	172.984.307	2.614.949.998	3.624.060.939
ROACE	(-13%)	22%	21%
ROE	(11%)	14%	20%

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (<http://www.petrom.com/romana/rezultateanuale.htm>).

Calculul EVA pentru Petrom S.A.

	2004	2005	2006
1. NOPAT ajustat (2+3+4-5)	656.806.562	2.933.049.348	4.660.884.169
2. Profit operațional	-581.150.111	1.884.199.019	2.777.388.289
3. Amortizarea	754.134.418	730.750.979	846.672.650
4. Costuri publicitate	633.500.000	585.100.000	1.297.500.000
5. Impozit pe profit	(149.677.745)	267.000.650	260.676.770
6. CT ajustat (7+8-9+10)	9.969.243.692	9.238.987.989	13.532.487.690
7. Pasiv bilanțier	9.392.111.258	10.727.089.837	12.324.704.630
8. Costuri publicitate	633.500.000	585.100.000	1.297.500.000
9. Cheltuieli în avans	56.367.566	73.201.848	89.716.940
10. Datorii din leasing operațional	-	-	-
11. CMPC	7,17%	2,15%	9,43%
12. Costul capitalului (6×11)	714.794.772	198.638.242	1.276.113.589
13. EVA (1-12)	-57.988.210	2.734.411.106	3.384.770.580

Sursa: Calcule proprii.

Impact Developer&Contractor S.A.

Indicatori publicați de Impact Developer&Contractor S.A.

Indicator	2004	2005	2006
EBITDA (lei)	21.482.978	16.554.943	27.200.394
ROE	19%	7.5%	11.2%

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (http://www.impactsa.ro/rapoarte_financiare.php).

Calculul EVA pentru Impact Developer&Contractor S.A.

	2004	2005	2006
1. NOPAT ajustat (2+3+4-5)	18.791.493	15.959.967	22.791.205
2. Profit operațional	18.059.250	11.043.252	19.221.163
3. Amortizarea	3.423.728	5.511.691	7.979.231
4. Costuri publicitate	1.130.745	1.786.365	1.543.728
5. Impozit pe profit	4.534.230	2.381.341	5.952.917
6. CT ajustat (7+8-9+10)	99.464.801	143.775.132	164.347.645
7. Pasiv bilanțier	98.970.535	142.746.233	163.492.395
8. Costuri publicitate	1.130.745	1.786.365	1.543.728
9. Cheltuieli în avans	636.479	757.466	688.478
10. Datorii din leasing operațional	-		-
11. CMPC	22%	19,2%	15,3%
12. Costul capitalului (6×11)	21.882.256	27.604.825	25.145.190
13. EVA (1-12)	-3.090.763	-11.644.858	-2.353.985

Sursa: Calcule proprii.

AzoMureș S.A.

Indicatori publicați de AzoMureș S.A.

Indicator	2004	2005	2006
EBITA (lei)	187.088.736	221.813.923	191.469.314
ROE	5%	7%	3%

Sursa: Rapoarte anuale publicate de companie (<http://www.azomures.com:82/raportari/files.php>).

Calculul EVA pentru AzoMureș S.A.

(lei)				
		2004	2005	2006
1.	<i>NOPAT ajustat (2+3+4-5)</i>	<i>181.162.062</i>	<i>220.453.564</i>	<i>193.557.140</i>
2.	Profit operațional	18.832.243	32.306.801	-11.463.102
3.	Amortizarea	168.256.493	189.507.122	202.932.416
4.	Costuri publicitate	1.079.348	2.143.524	1.842.421
5.	Impozit pe profit	7.006.022	3.503.883	(245.405)
6.	<i>CT ajustat (7+8-9+10)</i>	<i>228.908.538</i>	<i>247.884.309</i>	<i>245.313.174</i>
7.	Pasiv bilanțier	248.868.803	266.042.486	265.005.730
8.	Costuri publicitate	1.079.348	2.143.524	1.842.421
9.	Cheltuieli în avans	21.039.613	20.301.701	21.534.977
10.	Datorii din leasing operațional	-	-	-
11.	<i>CMPC</i>	<i>18,03%</i>	<i>15,57%</i>	<i>13,74%</i>
12.	Costul capitalului (6×11)	41.272.209	38.595.587	33.706.030
13.	<i>EVA (1-12)</i>	<i>139.889.853</i>	<i>181.857.977</i>	<i>159.851.110</i>

Sursa: Calcule proprii.

Bibliografie

- Ameels, Anne, *Value Based Management. Control Processes to Create Value Through Integration*, Vlerick Keuven Gent Management School, 2002.
- Arnold, Glen, 'Corporate Financial Management', Financial Times/Prentice Hall, London, 2003, 2nd edition.
- Bacidore, J., *The search for the Best Financial Performance Measure*, 'Financial Analysts Journal', May/June, 1997.
- Richard, Bill, *Mastering the new metrics, 'CFO'*, Boston, October, 1994, via ProQuest.
- Black, Andrew, 'In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance', Pitman, London, 1998, 1st edition.
- Blair, A., *EVA Fever*, 'Management Today', January, 1997.
- Boulus., F.; Haspeslagh, P.; Noda, T., *Getting the Value Out of Value-based Management*, INSEAD survey, 2001.
- Burkette, G.D. și Hedeley, T.P., *The Truth about Economic value Added*, 'CPA Journal', vol.67, nr.7, Iulie, 1997.
- Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack, 'Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies', New York, 2000, 3rd edition.
- Dorgai, Ilona, *Shareholder Value Maximization and Value Creation in Hungary*, teză de doctorat, Budapesta, 2002.
- Ehrbar, Al, *Economic Value Added: der Schlüssel zur wertsteigernden Unternehmensführung* Wiesbaden, Gabler, 1999.
- Fernandez, Pablo, *A Definition of Shareholder Value Creation*, IESE Business School, University of Navarra, Barcelona, Spain, April 26, 2001.
- Fernandez, Pablo, EVA, *Economic Profit and Cash Value Added do Not Measure Shareholder Value Creation*, IESE Business School, 'Research Paper', nr.453, University of Navarra, Barcelona, Spain, 2002.
- Hostettler, Stephan, *Economic Value Added (EVA), Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*, 4. Auflage, Haupt, Bern, Wien, 2000.
- Klinkermann, S., *Case study: EVA at Centura Bank*, 'Banking Strategies', vol.73, Ianuarie/ Februarie, 1997.
- Koller, Timothy, *What Is Value Based Management*, 'The McKinsey Quarterly', nr.3, 1994, <http://www.exinfm.com/pdf/files/whba94>.
- Koller, Timothy și Dobbs, Richard F., *The Expectations Treadmill*, 'TheMcKinsey Quarterly', nr.3, 1998, via ProQuest.
- Koller, 'McKinsey Wissen', nr.11, p.8-9, http://www.mckinsey.de/_downloads/Presse/mck_wissen_11_shareholder-value.pdf.
- Mäkeläinen, Esa, *Economic Value Added as a Management Tool*, Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance, 'Research Study', 1998.

- Rappaport, Alfred, 'Creating Shareholder Value', The Free Press, New York, 1998.
- Roztock, N. și Needy, K.L., *An Integrated Activity-Based Costing and Economic Value Added Systems as an Engineering Management Tool*, Proceedings from the 1998 ASEM National Conference, 77-84, 1988.
- Scott, Mark C., 'Value Drivers: The Manager's Guide to Driving Corporate Value Creation', Wiley, Chichester, 1998.
- Stern, J.M.; Stewart, G.B.; Chew, D.H., 'Corporate Restructuring and Executive Compensation, Cambridge', Balingier Publishing Company, 1989.
- Stewart, G.B., 'The Quest for Value: A Guide for Senior Managers', Harper Business, New York, 1991.
- Stewart, G.B., *EVA: Fact and Fantasy*, 'Journal of Applied Corporate Finance', nr.7, 1994.
- Tully, S., *The Real Key to Creating Wealth*, 'Fortune Magazine', September 1993.
- Vernimment, P.; Quiry, P.; Dallochio, M.; Le Fur, Y., 'Corporate Finance: Theory and Practice', Dalloz, West Sussex, England, 2005.
- Wong, Ellen, A Survey Study on EVA Effectiveness in Canadian Organizations, University of Waterloo, Master of Accounting, 'Research Paper', 2002.
- *** Institute for Management Consultants, <http://www.imanet.org>.
- *** <http://www.azomures.com>.
- *** <http://www.bvb.ro>.
- *** <http://www.evanomics.com>.
- *** <http://www.evadimensions.com/main.php>
- *** <http://www.petrom.com>.
- *** <http://www.impactsa.ro>.
- *** <http://www.sternstewart.com/ssabout/overview.php>.
- *** <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
- *** <http://www.valuebasedmanagement.net>.

