

Măsurarea valorii create pentru acționari

Irina TACHE

Abstract

The paper proposes to compare a series of indicators used for measuring shareholders value such as: total shareholder value, economic value added, market value added, cash value added or cash flow return on investment. In the first part of the paper there are presented the concepts of shareholder value, creating value and value-based management. The second part is practical and here there are presented, exemplified and discussed a series of indicators used for measuring shareholder value, based on the public financial data of the American company Wal-Mart.

Keywords: *shareholder value, value based management, economic value added, market value added.*

JEL Classification: G39.

Măsurarea creării de valoare pentru acționari a devenit o problemă dezbătută în întreaga lume, devenind un aspect crucial din moment ce tot mai multe companii au început să se angajeze în crearea de valoare pentru acționari. Totuși, deși majoritatea acceptă crearea de valoare pentru acționari ca scop suprem al unei companii, nu s-a ajuns încă la un consens în ceea ce privește măsurarea valorii create. Măsurătorile tradiționale bazate pe modelul contabil sunt criticate pentru că ar fi slab corelate cu crearea de valoare

pentru acționari și, în consecință, au apărut foarte multe măsurători noi, bazate pe modelul economic.

Lucrarea analizează unii dintre cei mai des întâlniți indicatori de măsurare a valorii pentru acționari și face o comparație între eficiența lor. În prima parte a lucrării am oferit o prezentare a conceptelor de valoare pentru acționari, crearea de valoare și management bazat pe valoare. În partea practică a lucrării am prezentat, exemplificat și comparat o serie de măsurători ale valorii create pentru acționari, pe baza

datelor financiare ale companiei Wal-Mart Inc. Concluzia la care se ajunge în urma acestui demers este că nu există un indicator infailibil și general valabil și, că înainte de a alege măsurătorile pe care le vor folosi, companiile și investitorii trebuie să înțeleagă mai întâi care este măsura care le reprezintă cel mai bine interesele.

1. Delimitări conceptuale

1.1. Valoarea pentru acționari

1.1.1. Istoric

Teoriile care se referă la conceptul de valoare pentru acționari datează încă din anii 1950-60. Conceptul a început însă să prindă formă proprie odată cu dezvoltarea *modelului de evaluare al activelor de capital* – CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) prin care se arată că veniturile așteptate și primite de investitori sunt corelate cu gradul de risc pe care îl presupune deținerea unui anumit titlu financiar. De asemenea, acest model arată că există o rată de actualizare adaptată la risc, obținută prin observarea pieței de capital, care permite evaluarea progresului prezent și viitor al profiturilor și fluxurilor de numerar. Însă prin observarea pieței de capital nu se obține doar rata de actualizare ci este definit și costul de oportunitate al capitalului investit de un investitor pe acea piață și, se pot afla și rezultatele pe care o companie trebuie să le obțină pentru a justifica folosirea resurselor implicate în companie.

Aplicarea unor concepte ale CAPM în mediul corporativ a început în anii 1970 și 1980. Conceptul de valoare pentru acționari însă, a început să fie cu adevărat

luat în considerație de mediul corporativ odată cu publicarea cărții “*Creating Shareholder Value*” de către Alfred Rappaport în 1986 și, în consecință, companiile din aproape toate domeniile de activitate au început să implementeze acest concept. Acest fenomen a adus o schimbare în managementul companiilor, iar managerii au început să se concentreze pe crearea de valoare pentru acționari. În continuare, interesul pentru acest concept a crescut odată cu publicarea în 1990 a cărții “*Valuation*” de către Tom Copeland și a altor publicații ale grupului McKinsey, care au arătat că aplicarea conceptului de valoare pentru acționari este fezabilă și permite obținerea de beneficii nu numai pentru acționari dar și pentru alte părți implicate (Black, 1998, p. 21-22).

Acești autori identifică trei forțe care au dus la popularizare folosirii valorii pentru acționari: *extinderea capitalului privat, procesul de globalizare și revoluția informațională* (Black, 1998). În prima jumătate a secolului XX, datorită crizelor petrecute, statul s-a implicat în lumea comercială și financiară. Totuși, în a doua parte a secolului, datorită faptului că a ajuns la limita posibilităților de impozitare și îndatorare, statul a început să treacă o mare parte din activități în domeniul privat *extinzându-se astfel capitalul privat*. Ca proprietar, statul era obligat să accepte o multitudine de puncte de vedere și interese, dar investitorul individual sau instituțional privat este condus doar de dorința de a obține performanțe cât mai bune, ceea ce se traduce în creșterea valorii companiilor. În plus, odată ce *procesul de globalizare* a dus la dereglementarea la nivel internațional a pieței capitalului, companiile au ajuns să concureze la nivel internațional nu numai

pentru clienți și resurse, ci și pentru capital. În aceste condiții, atrage capital cel care obține rezultatele cele mai mari, adică, în cele mai multe cazuri, firma care produce valoare crescută pentru acționari. *Revoluția tehnologică și informațională* a condus, pe de o parte, la ușurarea calculării valorii adăugate și, pe de altă parte, la creșterea calității informației disponibile pentru acționari. Astfel, din nevoia investitorilor de a evalua în ce măsură firmele au creat sau nu valoare, companiile sunt obligate să se supună analizei celor al căror capital îl folosesc.

1.1.2. Conceptul de valoare pentru acționari

Întreaga valoare economică a unei entități, ca de exemplu companie sau departament, este reprezentată de suma valorilor capitalului propriu și al celui împrumutat. Această valoare a companiei este numită “valoare corporativă”, în timp ce valoarea capitalului propriu este numită “valoare pentru acționari” (Rappaport, 1998, p. 32-33). Ca urmare:

Valoare pentru acționari = Valoare corporativă – Capital împrumutat

Valoarea corporativă este valoarea totală a firmei sau a departamentului analizat. Ea cuprinde următoarele componente:

- *valoarea prezentă* a fluxurilor de numerar operaționale obținute de-a lungul perioadei previzionate;
- *valoarea reziduală*, care reprezintă valoarea companiei de după perioada previzionată;
- *valoarea de piață a titlurilor tranzacționabile și a altor investiții* care pot fi convertite în bani, dar care

nu sunt esențiale pentru activitatea operațională a firmei.

Capitalul împrumutat reprezintă valoarea de piață a datoriilor, a datoriilor neacoperite cu pensiile¹, precum și valoarea de piață a altor datorii pe termen scurt, și alte drepturi asupra activelor companiei, ca de exemplu acțiuni preferențiale. (Rappaport, 1998, p. 32-33).

Valoarea pentru acționari poate fi considerată și ca o altă denumire pentru valoarea totală a capitalului propriu al unei companii sau capitalizarea bursieră² a acesteia. (Scott, 1998, p. 35-36)

Alți autori consideră că valoarea pentru acționari reprezintă “valoarea prezentă a tuturor fluxurilor de numerar nete primite de către investitori” (Hostettler, 2000, p.23). În acest sens, se face diferențierea între veniturile nete ale acționarilor și “ieșirile nete de venituri” ale firmei, care nu sunt identice. Aceasta se datorează plăților făcute de către sau către terți ca urmare a schimbului de proprietate asupra companiei (ca, de exemplu, tranzacții de vânzare – cumpărare cu acțiuni ale firmei), care nu sunt incluse în plățile nete făcute de companie către acționari (ca, de exemplu, dividende, răscumpărarea acțiunilor de către compania emițătoare). În condițiile în care pe o piață de capital eficientă acțiunile sunt evaluate în funcție de plățile viitoare făcute de companie către acționari, se poate considera că valoarea pentru acționari este egală cu valoarea de piață a capitalului propriu (Bühner și Weinberger, 1991, p.187)

¹ În engleză “*unfounded pension liabilities*”. – datorii cu pensiile angajaților pentru care nu s-au pus bani deoparte.

² Numărul de acțiuni listate la bursă înmulțit cu prețul mediu al acestora.

În opinia lui Copeland ș.a., valoarea reprezintă una dintre cele mai bune instrumente de măsură a performanței, deoarece este singura care necesită informație completă, adică: perspectivă strategică pe termen lung, administrarea fluxurilor de numerar și a evoluției acestora, și compararea fluxurilor obținute în diferite perioade ținând cont de riscul implicat (Copeland ș.a., 2000, p.56). Acești autori argumentează că este imposibil să se ia o decizie bună fără a deține informație completă și, în opinia lor nu există un alt instrument de măsurare a performanței în afară de valoare, care să folosească informația completă.

1.1.3. Creare de valoare pentru acționari

În opinia majorității celor care au scris articole în domeniu, valoarea pentru acționari este creată atunci când investiția făcută aduce venituri mai mari decât costul capitalului utilizat.

“Valoarea pentru acționari este creată atunci când investiția produce o rată a câștigului mai mare decât rata câștigului cerută pentru clasa de risc a investiției” (Arnold, 2003, p. 669).

“Valoarea companiei este determinată de valoarea actualizată a fluxurilor de numerar viitoare. Valoarea este creată numai în cazul în care companiile investesc capitalul la o rată a profitului superioară costului capitalului” (The McKinsey Quarterly, nr.3, 1994, p. 87).

În opinia lui Copeland “valoarea este creată prin obținerea unor rate ale profitului, relativ la investiția făcută, mai mari decât costul de oportunitate al capitalului” (Copeland, 2000, p.14). În aceste condiții, cu cât se investește mai mult la

un nivel de profit mai mare decât costul capitalului cu atât se creează mai multă valoare. Deci creșterea companiei creează valoare doar atât timp cât profiturile depășesc costul capitalului atras pentru dezvoltare.

Black menționează că: “se creează valoare atunci când firma investește în proiecte care aduc un câștig mai mare decât costul capitalului investit pentru derularea acestor proiecte” (Black, 1998, p.12).

1.1.4. Factori ce influențează valoarea pentru acționari

O importantă parte a managementului bazat pe valoare o reprezintă înțelegerea de către manageri a variabilelor care vor crea efectiv valoare pentru firmă – factorii cheie ce influențează valoarea pentru acționari (FIVA). Organizația nu poate acționa direct asupra valorii și deci trebuie să acționeze asupra lucrurilor pe care le poate influența, ca de exemplu, gradul de satisfacere a clienților, costuri, investiții ș.a.d.m. Un astfel de factor este orice variabilă care afectează valoarea companiei. Pentru a fi totuși folosiți într-un mod util, aceștia trebuie să fie organizați astfel încât managerii să poată decide care dintre ei au cel mai mare impact asupra valorii companiei. FIVA trebuie definiți la acel nivel de detaliu care să fie consistent cu gradul de responsabilitate a managerilor.

Identificarea FIVA poate fi dificilă deoarece necesită ca managerii să-și schimbe modul de gândire în legătură cu procesele organizației. Pentru identificarea acestor factori este nevoie de creativitate și este necesar un proces bazat pe experiment (încercare și eroare). Factorii ce influențează valoarea pentru acționari

nu pot fi luați în considerare în mod izolat. De exemplu, o creștere a prețului poate avea un efect puternic pozitiv asupra valorii create, dar nu în cazul în care provoacă o pierdere masivă de cota de piață. În acest caz, o analiză bazată pe scenarii poate fi foarte utilă. (McKinsey Quarterly, nr.3, 1994, p.94). De asemenea, trebuie luat în considerare că FIVA nu sunt statici și trebuie revăzuți în mod regulat.

În opinia lui Rappaport, FIVA sunt baza creării de valoare. El consideră că analiza factorilor ce influențează valoarea pentru acționari îi ajută pe manageri să determine acele aspecte ale afacerii lor pe care trebuie pus accent. În mod contrar, stabilirea priorităților se poate dovedi dificilă, deoarece există o multitudine de factori ce influențează valoarea companiei. El identifică șapte factori critici care determină valoarea oricărei companii: rata de creștere a vânzărilor, marja profitului operațional, investiția suplimentară în capital fix, investiția suplimentară în fond de rulment, nivelul taxelor, costul capitalului și durata de creștere a valorii. Totuși, el adaugă că, la nivel operațional, acești factori sunt prea generali și este necesar să fie determinați factorii la nivel micro care influențează cei 7 factori macro. Astfel, managerul trebuie să stabilească factorii micro pentru fiecare unitate în parte. În acest mod se eficientizează procesul de management și eforturile sunt concentrate pe adevărații FIVA (Rappaport, 1998, p. 57).

Rappaport consideră că valoarea pentru acționari poate fi influențată prin decizii luate în trei domenii (Rappaport, 1998, p.68):

- *decizii la nivel operațional*, care influențează calitatea serviciilor oferite. În acest caz, termenul de “operațional”

nu trebuie înțeles ca fiind opusul conceptului de “strategic” ci trebuie considerat în legătură cu operațiunile firmei. Astfel de decizii ar putea fi, de exemplu, legate de politica de preț, politica de relații cu clienții, costurile de producție ș.a.d.m.;

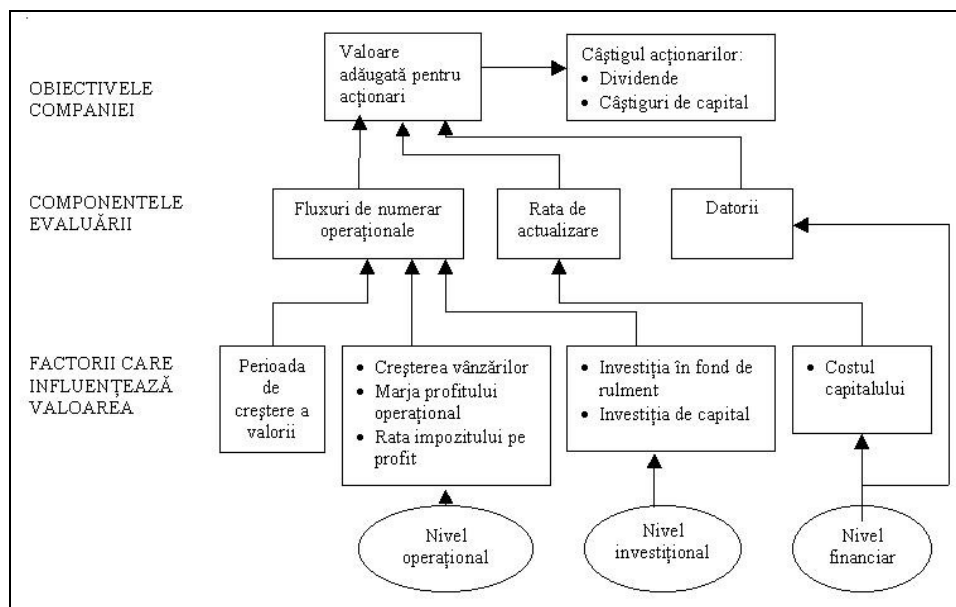
- *decizii investiționale*, care influențează partea de activ din bilanț. În această categorie intră, de exemplu, scăderea perioadei de încasare a creanțelor sau creșterea perioadelor de creditare a companiei din partea furnizorilor. Prin aceste masuri se reduce capitalul necesar și utilizat și astfel crește valoarea pentru acționari;
- *decizii financiare*, care influențează partea de pasiv a bilanțului. Acestea acționează asupra legăturii dintre capitalul propriu și capital împrumutat și asupra modurilor de finanțare cele mai favorabile din punct de vedere juridic și al regimului de impozitare³.

Hostettler mai identifică și deciziile legate de *politica de comunicare* a firmei, deoarece transparența din partea companiei are un rol important în determinarea prețului unei acțiuni la bursă (Hostettler, 2000, p.28).

1.1.5. Valoare pentru acționari *versus* Valoare pentru alți deținători de participații

După cum s-a arătat în subcapitolul anterior, în cadrul managementului bazat pe valoare scopul suprem pentru o companie este maximizarea valorii pentru acționari. Acest model are însă adversarii

³ Capitalul propriu este mai scump decât capitalul împrumutat. În plus, capitalul împrumutat oferă avantajul scutului fiscal.



Sursa: Rapaport, 1998, p.56.

Figura 1: Rețeaua valorii pentru acționari

lui, care susțin că acest concept nu îi ia în considerare pe ceilalți deținători de participații (*stakeholders*) în firmă. Ei afirmă că un sistem bazat pe satisfacerea tuturor celor ce dețin participații în companie ar fi mai bun. Totuși, mulți cercetători care au studiat modelul bazat pe valoare pentru acționari au confirmat că acești deținători de participații în companie sunt reprezentați în modelul bazat pe valoare pentru acționari. Acest lucru se poate explica pe baza faptului că acționarii sunt pretendenții reziduali asupra fluxurilor de numerar ale companiei, pentru că ei au dreptul de a fi recompensați doar după ce ceilalți deținători de interese au fost recompensați.

Rapaport scrie că un număr din ce în ce mai mare de companii au demonstrat că bazarea pe creare de valoare pentru acționari creează companii mai atractive

nu numai pentru acționarii-investitori, dar și pentru angajați, clienți, și alți deținători de participații în companie. Se consideră, astfel, că mecanismele pieței oferă stimulente puternice pentru ca managerii care se bazează pe crearea de valoare pentru acționari să ia decizii consecvente cu interesele terților. De exemplu, un manager va investi în tehnologie și *training* pentru că astfel se reduc costurile cu protecția muncii. Modelul bazat pe satisfacerea intereselor terților este criticat la rândul lui pentru că ar putea fi folosit de către manageri pentru a justifica măsuri neeconomice, ca de exemplu diversificarea accentuată a activităților sau investirea într-o activitate în declin. Apărătorii managementului bazat pe crearea de valoare pentru acționari argumentează că, pentru a-i servi pe toți cei interesați în firmă, compania trebuie să fie în primul rând

competitivă, pentru a supraviețui. În plus, destinul pe termen lung al companiei depinde de relațiile financiare cu fiecare deținător de participații, și pentru a satisface toate datoriile față de aceștia, managementul trebuie să genereze fluxuri de numerar prin operarea eficientă a afacerilor. Aceștia susțin că esența modelului bazat pe valoare pentru acționari este accentul pus pe fluxuri de numerar pe termen lung. După părerea lor, interesul tuturor celor implicați în companie dictează ca atât acționarii, cât și ceilalți terți să se angajeze activ în crearea de valoare, iar pentru a crea valoare maximă, toți cei cu care firma intră în contact trebuie să fie mulțumiți (Rappaport, 1998, p. 25). De exemplu, nu se pot crea produse competitive, ceea ce echivalează cu valoarea pentru clienți, dacă firma nu oferă valoare pentru angajați, ca, de exemplu, dezvoltarea personalului sau remunerare atractivă.

1.2. Managementul bazat pe valoare

Managementul bazat pe valoare (MBV) extinde conceptul de valoare pentru acționari prin concentrarea asupra modului în care companiile îl pot folosi pentru a lua decizii strategice dar și operaționale.

Sistemele managementului bazat pe valoare au ca scop reducerea incongruenței scopurilor dintre investitori și manageri. Conform teoriei de agenție, managerii pot avea interese diferite față de proprietarii companiilor pentru care lucrează, și este relativ complicat și scump pentru proprietari să controleze ce fac managerii (Ameels, 2002, p.23). În cadrul managementului bazat pe valoare, principalul obiectiv al companiei este să creeze valoare pentru acționari. De aceea, sistemele de măsurare și control sunt orientate

spre determinarea valorii create într-o anumită perioadă și a instrumentelor pentru creșterea valorii pentru acționari.

MBV se concentrează pe îmbunătățirea procesului de luare a deciziei la toate nivelurile într-o organizație. Se recunoaște că tipurile de management “de sus în jos” nu mai pot funcționa bine, mai ales în marile corporații și, de aceea, MBV cere managerilor de la toate nivelurile să folosească instrumentele de măsură a performanței bazate pe valoare pentru luarea unor decizii mai bune. (The McKinsey Quarterly, nr.3, 1994, p.89)

În lucrările de specialitate, managementul bazat pe valoare este definit din mai multe perspective. Pe de o parte, este văzut prin prisma rezultatelor sale:

“Managementul bazat pe valoare este o filozofie de management prin care tehnici și procese analitice sunt folosite pentru a concentra întreaga organizație în urmărirea unui singur obiectiv, cel al creării de valoare” (Ameels, 2002, p.6);

“MBV (...) poate fi atotcuprinzător. Prin el, strategiile, politicile, performanțele, instrumentele de măsură, sistemul de recompense, organizarea, procesele, angajații și sistemele companiei sunt aliniate pentru a se maximiza valoarea pentru acționari” (Black, 1998, p. 115).

Pe de altă parte, este văzut ca un set de procese și rezultatele acestora:

“MBV pune crearea de valoare pentru acționari în centrul filozofiei unei companii. Conceptul de maximizare a valorii pentru acționari direcționează strategia companiei, structura și procesele acesteia, guvernează remunerarea echipei manageriale și dictează care măsurători trebuie folosite pentru a monitoriza performanțele companiei.” (Ameels, 2002, p.7).

Alți autori îl definesc doar ca pe un proces:

“MBV este o filozofie holistică de management care include scopuri redefinite, structuri și sisteme reconstruite, procese strategice și operaționale înnoite și politici de resurse umane refăcute” (Boulus ș.a., 2001, p.54).

Există și autori care îl definesc din perspectiva inputurilor necesare, a proceselor și a rezultatelor:

“MBV reprezintă o abordare a managementului prin care toate scopurile, tehnicile analitice și procesele de management sunt aliniate în scopul maximizării valorii companiei, prin concentrarea atenției factorilor de decizie asupra factorilor care influențează valoarea pentru acționari” (Institute of Management Accountants, 1997)

Toate definițiile concordă însă, în sensul că scopul MBV este de a genera cât mai multă valoare netă posibil și de a distribui resursele disponibile către cele mai valoroase oportunități de investire, iar maximizarea valorii companiei implică și o viziune orientată spre viitor, bazată pe rezultatele așteptate (Ameels, 2002, p.9).

Aplicarea conceptului de valoare pentru acționari a popularizat crearea de companii cu adevărat orientate pe crearea de valoare pentru acționari și schimbarea priorităților managerilor. Astfel:

- în locul planurilor bazate pe bugete contabile, managerii sunt încurajați să evalueze în ce măsură strategiile și măsurile operaționale vor produce ceea ce îi interesează pe acționari: obținerea de fluxuri de numerar actualizate mai mari decât capitalul investit;
- sistemele de recompensă bazate pe indicatori contabili orientați pe termen scurt sunt înlocuite cu sisteme bazate pe gradul în care sistemul de management al companiei contribuie la

crearea de valoare pentru acționari pe termen lung;

- în loc să accepte obținerea de fluxuri de numerar scăzute prin raportare la activele implicate într-un departament neperformant doar pentru că profitul contabil arată satisfăcător, managerii sunt forțați să analizeze dacă nu s-ar genera mai multă valoare prin închiderea sau vinderea departamentului (Arnold, 2003, p.656).

În cazul managementului bazat pe valoare, maximizarea vânzărilor, a cotei de piață, a gradului de satisfacere a angajaților, a gradului de satisfacere a clienților, ș.a.m.d. nu reprezintă obiective propriu-zise ale firmei. Toate acestea sunt importante și sunt satisfăcute numai în măsura în care ajută la maximizarea averii acționarilor, care este obiectivul țintă al corporației (Arnold, 2003, p.696). Arnold argumentează că este foarte important ca obiectivele firmei, precum și principiile de luare a deciziilor strategice și operaționale, să fie clare. Obiectivele care promovează o vagă balanță de interese nu sunt potrivite pentru o organizație comercială dintr-un mediu competitiv. Scopul de a maximiza valoarea actualizată a fluxurilor de numerar pentru acționari aduce simplitate și direcționare în procesul de luare al deciziei.

Conștientizarea acestui concept de către acționari pe scară largă are efecte semnificative asupra mediului de afaceri. Companiile se văd nevoite să își schimbe sistemele de control al performanței și să își raționalizeze activitățile pentru a obține rezultatele așteptate de investitori. Astfel, fiecare departament devine profitabil sau dispare tocmai în funcție de atingerea sau nu a țintei de a crea valoare pentru acționari (Arnold, 2003, p.658):

“Managementul bazat pe valoare are

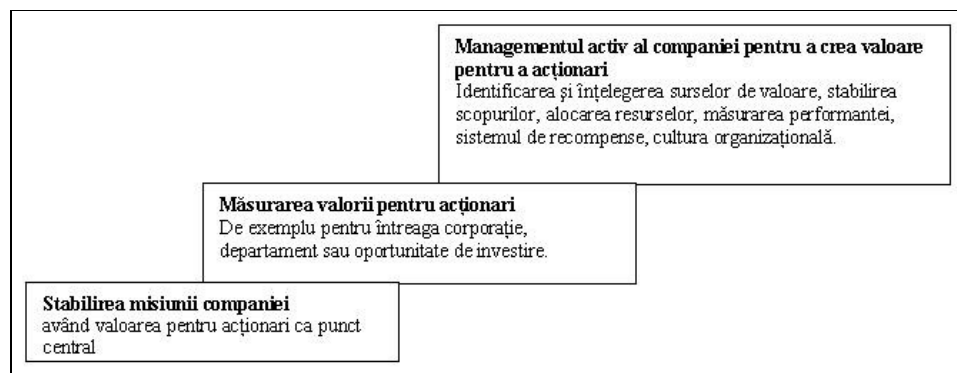
ca principal scop maximizarea valorii pentru acționari pe termen lung. Obiectivele firmei, sistemele sale, strategia, procesele, tehnicile de analiza, măsurătorile de performanță și cultura corporativă au ca principiu coordonator maximizarea averii acționarilor” (Arnold, 2003, p.656).

Acest concept respectă cel mai bine principiul de bază al economiei: folosirea resurselor rare cu maximum de eficiență. Astfel, investitorii își direcționează fondurile disponibile acolo unde pot produce cele mai bune rezultate. Acest indicator ia în considerare capitalul investit, valoarea în timp a banilor și riscul implicat de investiție. Profitul este relevant doar când este pus în legătură și cu acești factori. Astfel, MBV oferă o rezolvare pentru problema alocării resurselor, în condițiile în care în ultimele decenii firmele au fost confruntate cu provocări din ce în ce mai diverse și complexe.

Managementul bazat pe valoare a apărut ca reacție la managementul bazat pe venituri. Acesta se bazează pe maximizarea unor indicatori bazați pe date contabile: EPS (profitul net sau câștigul pe acțiune – *earnings per share*), ROCE (pro-

fitul la capital folosit – *return on capital employed*), ROI (profitul la investiție – *return on investment*), ROE (profitul la capitalul propriu, pe acțiune – *return on equity*). Apărătorii managementului bazat pe valoare susțin că aceste măsuri, deși încă folosite pe scară largă, sunt puternic influențate de practicile contabile iar, în situațiile financiare, rezultatele pot fi foarte bune chiar dacă compania distruge valoare pentru acționari. În consecință, ei propun o serie de alți indicatori bazați pe valoare, care, susțin ei, ar fi mult mai corelați cu valoarea creată pentru acționari.

Ei susțin, de asemenea, că unele măsuri ale performanței folosite de manageri, ca de exemplu, gradul de satisfacere a clienților, cota de piață sau scăderea costurilor de producție sunt doar precondiții pentru crearea de valoare pentru acționari, dar nu sunt de ajuns pentru a o crea. O firmă poate avea clienți mulțumiți și în același timp poate fi aproape de faliment. La fel, o firmă poate avea cele mai multe vânzări pe o piață și, în același timp, poate avea profituri nesatisfăcătoare. De asemenea, o firmă poate scădea costurile de producție dar, în ace-



Sursa: Arnold, 2003, p. 663.

Figura 2: Cei trei pași în obținerea valorii pentru acționari

lași timp, poate pierde clienți dacă reducerea costurilor a făcut ca produsul să fie inacceptabil din punct de vedere calitativ. Dar, se recunoaște că nu se poate crea valoare pentru acționari dacă majoritatea condițiilor de mai sus nu sunt îndeplinite.

2. Instrumente de măsură a valorii create/distruse pentru acționari

Odată cu acceptarea pe scară largă că scopul suprem al firmei este crearea de valoare pentru acționari, a fost nevoie de crearea unor indicatori care să măsoare valoarea creată. Pe de-o parte, aceștia îi ajută pe investitori în analiza rezultatelor companiei, în compararea diferitor companii în care ar dori să investească dar și în controlul managerilor. Pe de altă parte, acești indicatori îi ajută pe manageri să descopere acei factori care influențează cel mai mult valoarea companiei și să se concentreze pe îmbunătățirea lor.

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, 1998, 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:

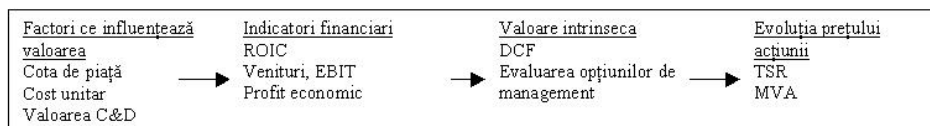
- indicatori bazați pe date contabile (ca, de exemplu, ROI, ROE, EPS);
- indicatori bazați pe valoarea economică, (ca de exemplu profitul economic, TSR (câștigul total al acționarilor – *total shareholder return*), EVA (valoarea adăugată economică – *economic value added*), MVA (valoarea adăugată de piață – *market value added*) sau CFROI (profitul din circuitul financiar la investiție – *cash-flow return on investment*).

Unii sunt considerați mai buni decât alții, dar ideea principală este că ei au fost concepuți pentru ai 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, 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. (Copeland ș.a., 2000, p.75).

Rapaport consideră că doar fluxul monetar sub valoarea nominală/reduc (DCF – *Discounted Cash Flow*) poate da o imagine obiectivă asupra performanței companiei și creșterii de valoare pentru acționari (Rapaport, 1998, p.32).

Copeland propune următoarea succesiune de măsurători pentru a înțelege mai bine diferite aspecte legate de performanța firmei (Copeland ș.a., 2000, p.56):



Sursa: Copeland ș.a., 2000, p.56.

Figura 3. Succesiune de măsurători a creării de valoare

Fiecare clasă de indicatori poate avea diferite roluri în orientarea performanței manageriale:

- Compania poate stabili ținte în ceea ce privește valoarea de piață a companiei sau TSR;
- Compania poate evalua diferite strategii ale departamentelor sau a întregii companii în funcție de valoarea intrinsecă (DCF);
- Valoarea intrinsecă se poate traduce în ținte financiare pe termen scurt și mediu pentru factorii care influențează crearea de valoare;
- Performanțele pot fi comparate cu țintele vizate, iar remunerația managerilor poate depinde de indicatori financiari și factori care influențează crearea de valoare (Copeland ș.a., 2000, p.57).

rilor bazați pe valoare economică. Exemplificarea modului de calcul s-a făcut pe baza datelor companiei Wal-Mart Inc., cea mai mare companie americană de *retail*, listată la Bursa din New York (pentru prezentarea companiei a se vedea Anexa 1). Majoritatea datelor referitoare la companie au ca sursă rapoartele anuale ale companiei. Când sursa a fost alta, a fost menționată separat. Calculul fiecărui indicator a fost făcut pentru o perioadă de 5 ani, între 1 februarie 2001 și 31 ianuarie 2006. Un detaliu specific acestei companii este că raportările financiare sunt încheiate pentru un an fiscal care se termină la data de 31 ianuarie a anului următor, și nu la 31 decembrie. Astfel, pentru anul 2001 sunt prezentate datele între 31 ianuarie 2001 și 31 ianuarie 2002.

2.1. Metodă 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 lucrărilor de specialitate. Pentru fiecare s-a făcut mai întâi o prezentare teoretică urmată de exemplificarea modului de calcul și, apoi s-au prezentat argumente pro și contra pentru folosirea lor în practică. Mai întâi s-a făcut o scurtă prezentare a indicatorilor contabili clasici, însă accentul a fost pus pe prezentarea indicato-

2.2. Indicatori de măsurare tradiționali bazați pe datele contabile

2.2.1. Câștig pentru acționari (EPS)

EPS este o măsurătoare tradițională pentru valoarea creată, folosită pe scară largă de investitori și companii.

$$EPS = \frac{(\text{Profit net} - \text{Dividende preferențiale})}{\text{Numărul mediu}^4 \text{ de acțiuni pe piață}}$$

⁴ Calculul EPS este mai precis dacă se folosește media ponderată a numărului de acțiuni existente pe piață într-o perioadă, deoa-

Astfel EPS arată cât profit a fost obținut într-o perioadă, pentru fiecare acțiune a companiei, existentă pe piață. Datele obținute se compară cu cele ale altor companii și bineînțeles, se apreciază că firma care are EPS cel mai mare a creat mai multă valoare.

Se consideră, totuși, că EPS nu reflectă valoarea creată de o companie deoarece veniturile nu oferă o imagine reală a performanțelor companiei. În primul rând, ele depind foarte mult de practicile contabile, ca, de exemplu, politici de amortizare, metode de înregistrare a stocurilor, deprecierea *goodwill*-ului⁵ ș.a.m.d. În al doilea rând, se ignoră valoarea în timp a banilor⁶. În a treilea rând, nu este luat în considerare nivelul investiției făcute pentru obținerea acestor rezultate. O altă problemă ar fi că veniturile, ca de altfel orice indicator contabil nu iau în considerare costul de oportunitate al capitalului. Un ultim aspect ar fi că veniturile contabile nu reflectă politica financiară a firmei, ca de exemplu gradul de îndatorare (Anthony, 2001, p. 259).

rece acesta poate varia în acea perioadă. Pentru simplificare, totuși, se poate folosi și numărul de acțiuni existente pe piață la sfârșitul perioadei pentru care se face calculul

⁵ În cazul cumpărării unei companii, valoarea plătită este de cele mai multe ori mai mare decât valoarea bilanțieră a activelor. Diferența este înregistrată ca *goodwill*. În practica contabilă acesta poate fi amortizat pe o anumită perioadă de ani, sau neamortizat și evaluat periodic pentru a vedea valoarea de piață actuală, iar diferențele fiind înregistrate ca provizioane.

⁶ Conform principiului: banii din prezent valorează mai mult decât banii primiți în viitor.

2.2.2. Randamentul investiției (ROI)

ROI este una dintre cele mai populare măsurători pe care companiile le folosesc în rapoartele lor financiare și este una dintre principalele măsurători ale performanței departamentelor unei companii, reflectând randamentul investiției.

$$ROI = \text{Profit net} / \text{Investiție totală}$$

Datele obținute pentru o companie sunt comparate cu alte companii din același domeniu sau cu media pieței și se consideră că firma care are cel mai mare ROI a creat și cea mai mare valoare pentru acționari.

Mulți autori consideră însă că sporirea ROI nu este o garanție a creării de valoare. Rapaport consideră că se creează valoare doar în cazul în care ROI este mai mare decât costul capitalului folosit (diferența poartă denumirea de profit economic).

Totuși, el menționează că se compară două mărimi incompatibile. ROI este un indicator contabil, iar costul capitalului este un indicator economic. ROI este un indicator care se referă la o singură perioadă și nu ia în considerare evenimentele de după perioada curentă considerată. O soluție relativă ar fi calcularea ROI mediu pentru mai multe perioade.

De asemenea, el 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 ase-

menea, 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 (Anthony, 2001, p.258-259).

O altă problemă a ROI ar fi că rata economică a câștigului (*economic rate of return*) depinde doar de fluxurile de numerar viitoare, în timp ce ROI depinde nu doar de investițiile și fluxurile de numerar previzionate, ci și de investițiile neamortizate ale perioadei. În plus, ROI este criticat pentru că nu ia în considerare valoarea terminală a companiei.

2.2.3. Randamentul capitalului (ROE)

ROE este mai popular la nivel de firmă, în timp ce ROI 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 investitori, reflectând randamentul capitalului propriu.

$ROE = \text{Venit net} / \text{Valoarea contabilă a capitalului propriu}$

Fiind asemănător cu indicatorul ROI, ROE are aceleași dezavantaje ca și acesta. Un aspect special al ROE ar fi că acesta este foarte sensibil la nivelul de îndatorare al 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 *training*, cercetare și informație și doar mici procente sunt capitalizate (Rapaport, 1998, p.130-131).

Ehrbar critică și el aceste măsurători, dar el privește din perspectiva CEO, și discută mai ales legarea remunerației CEO și CFO de acești indicatori (Ehrbar, 1999, p.58). 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

Tabelul 1: ROI, ROE și EPS pentru Wal-Mart Inc.

Date la 31 ianuarie	2002	2003	2004	2005	2006
ROI (%)	8,40	9,20	9,20	9,30	8,90
ROE (%)	19,40	20,90	21,30	22,60	22,50
EPS (\$)	1,47	1,79	2,07	2,41	2,68

Sursa: Rapoartele anuale ale companiei.

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.

2.3. Indicatori moderni de măsurare a creării de valoare pentru acționari

2.3.1. Câștigul total al acționarilor (TSR)

Comaniile sunt interesate de câștigurile totale obținute la investiția făcută într-o companie, comparativ cu un grup de firme din același domeniu sau cu întreaga piață. Spre deosebire de alte măsurători similare, câștigul total al acționarilor (TSR) include dividendele distribuite de către companie într-o anumită perioadă.

$$TSR = D + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} * 100$$

unde:

D = Dividend pe acțiune

P_t = Prețul acțiunii la sfârșitul perioadei

P_{t-1} = Prețul inițial al acțiunii⁷

În cazul în care se calculează TSR pentru mai mulți ani, trebuiesc luate în considerare dividendele primite în fiecare an. În acest caz, TSR poate fi calculat ca reprezentând câștigul total pentru acea perioadă sau ca rată anualizată (Arnold,

2003, p.677)

Acest indicator este susținut și de firma de consultanță *Boston Consulting Group* – BCG datorită următoarelor avantaje: TSR este scopul final al investitorilor, oferă semnale de alarmă timpurii cu privire la evoluția companiei și este un indicator cuprinzător greu de manipulat (Black, 1998, p. 98). De asemenea, acest indicator face ușor de comparat performanțele unei companii față de o alta, sau ale unei companii față de piață.

Un dezavantaj ar fi că prin acest indicator pot fi măsurate doar companii listate, și doar dintr-o perspectivă *ex post*.

Arnold atrage atenția totuși asupra următoarelor aspecte în legătură cu folosirea TSR:

- câștigul trebuie corelat cu gradul de risc al companiei. Este posibil ca două companii să aibă TSR identici și totuși una să acționeze într-o industrie sau mediu mai riscante;
- implică presupunerea că piața este eficientă. Este greu de estimat în ce măsură TSR se datorează calității managementului și în ce măsură se datorează estimărilor optimiste sau pesimiste ale investitorilor, la începutul și sfârșitul perioadei considerate;
- TSR măsurat pentru un an arată rezultate diferite față de TSR calculat pentru mai multe perioade.

În ciuda faptului că firma are o politică clar exprimată de expansiune și creștere a dividendului în fiecare an, se observă că piața nu are totuși estimări pozitive cu privire la rezultatele viitoare. O explicație a faptului că în ultimii ani firma a avut o evoluție relativ constantă a prețului acțiunii cu un ușor trend de scădere (vezi Anexa 3) ar fi că analiștii au încorporat deja în prețul acțiunii creșterea actuală și nu se mai așteaptă la o creștere extraordi-

⁷ Acest indicator mai este cunoscut și sub denumirea *Holding Period Return* – Câștigul d-a lungul perioadei de deținere a acțiunii.

Tabelul 2: Câștigul total al acționarilor pentru Wal-Mart

(dolari, 31 ianuarie)

	2002	2003	2004	2005	2006
(1) Dividend pe acțiune	0,28	0,3	0,36	0,52	0,6
(2) Prețul acțiunii la sfârșitul perioadei	59,26	47,8	53,85	52,43	46,41
(3) Prețul acțiunii la începutul perioadei	51,06	59,26	47,8	53,85	52,43
$TSR = ((1)+(2)-(3))/(3) \times 100$	16,60%	-18,83%	13,41%	-1,67%	-10,34%

Sursa: Calcule ale autorului.

nară pe viitor, ba chiar se previzionează o încetinire a creșterii. În cazul Wal-Mart, TSR în anii 2002 și 2004 a fost pozitiv ceea ce înseamnă că firma a creat valoare pentru acționari, iar în anii 2003, 2005 și 2006 TSR a fost negativ ceea ce arată că firma a distrus valoare pentru acționari.

Pentru calcularea TSR pentru întreaga perioadă de 5 ani se consideră că dividendele primite sunt reinvestite tot în acțiunile companiei imediat ce au fost primite. (Arnold, 2003, p.677) Prețul de în-

ceput este considerat a fi de 51,065\$, prețul la 31 Ianuarie 2001, dividendele sunt considerate a fi plătite la sfârșitul anului financiar (31 Ianuarie), iar prețul de închidere este de 46,41\$.

Câștigul total anual este de -1% pentru cei 5 ani, calculat fiind ca rată internă de rentabilitate, ceea ce arată că Wal-Mart a distrus valoare pentru acționari pentru această perioadă, chiar dacă TSR pentru anumiți ani (ca, de exemplu, pentru 2002) arată că firma ar fi creat valoare.

(dolari)

Timp	Ian 2001	Ian 2002	Ian 2003	Ian 2004	Ian 2005	Ian 2006
Flux de numerar	-51,065	0,28	0,3	0,36	0,52	0,6 + 46,41

$$0 = -51,065 + 0,28/(1+r) + 0,3/(1+r)^2 + 0,36/(1+r)^3 + 0,52/(1+r)^4 + (0,6+46,41)/(1+r)^5$$

2.3.2. Valoarea adăugată economică (EVA)

EVA este un indicator de măsurare a performanței companiilor, introdus în mediul corporativ de General Motors în 1920 și apoi uitată, până când Stern Stewart Company, 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 economic s-a constatat a fi cel mai cunoscut instrument

de măsurare a performanței manageriale prin intermediul valorii create pentru acționari. Printr-o cercetare INSEAD⁸, 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.

EVA este un indicator care măsoară performanța corporativă diferit de ceilalți indicatori de până la momentul introduce-

⁸ <http://www.insead.edu/>

rii ei pe piață, pentru că propune ajustarea profitului cu costul capitalului (Black, 1998, p. 57).

$EVA = NOPAT \text{ ajustat} - CMPC * CT \text{ ajustat}$
sau

$EVA = CT \text{ ajustat} * (\text{rentabilitatea capitalului ajustată} - CMPC)$

$NOPAT$ = profitul operațional/funcțional net după taxe (*net operation profit after taxes*) și se calculează astfel:

$NOPAT$ = vânzări – cheltuieli de funcționare (inclusiv amortizarea) – impozitul pe profit

$CMPC$ = costul mediu ponderat al capitalului

Capital reprezintă capitalul funcțional al companiei și se calculează ca suma dintre nevoia de fond de rulment operațional⁹ (*NFR operațional*) 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 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 decât TSR 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

9 NFR operațional = active curente funcționale – pasive curente nepurtătoare de dobânzi.

Stewart 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 decidera ajustărilor necesare la datele contabile. Principalele ajustări ar putea fi: recunoașterea cheltuielilor cu cercetarea dezvoltarea drept investiții de capital, recunoașterea altor cheltuieli drept investiții, adăugarea amortizării la profit, ajustarea taxelor, ajustări bilanțiere. Pentru a decide ce ajustări trebuie făcute, mai întâi trebuie decise că sunt materiale, adică, că influențează valoarea pentru acționari.

Pentru exemplificare s-a ales prima formulă enunțată.

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. Pentru calcularea capitalului investit s-a pornit de la pasivul total din bilanțul contabil (vezi Anexa 2.1) al companiei la care s-au adăugat datoriile certe prin contracte de leasing operațional neînregistrate în bilanț, costurile de publicitate și s-a scăzut cheltuielile 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.

În calcularea NOPAT ajustat pentru Wal-Mart, 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, cele 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 *training*-ul angajaților. Stern & Stewart propune ca acestea să fie considerate drept investiții de capital.

Modelul EVA propune ca amortizarea *goodwill*-ului să nu fie nici ea luată în considerare (adică să fie adunată la NOPAT). Wal-Mart însă nu amortizează *goodwill*-ul și astfel nu a fost nevoie să se ajusteze profitul în legătură cu aceasta. Compania evaluează *goodwill*-ul anual sau oricând se consideră că a avut loc un eveniment care să afecteze valoarea de piață a acestuia, pentru a-i stabili valoarea de piață.

Activele achiziționate prin leasing financiar sunt prezente în activele compa-

niei și deci nu fac obiectul ajustărilor. NOPAT trebuie ajustat prin adunarea amortizărilor corespunzătoare activelor achiziționate prin leasing financiar. Activele achiziționate prin leasing operațional nu sunt încă înregistrate în activul companiei, 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 reprezintă niște fonduri datorate de companie 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 leasing, care se scad din venituri. În consecință, sumele reprezentând restul de plată pentru contracte de leasing operațional, neînregistrate în bilanț, actualizate se vor include în capitalul utilizat de firmă, pentru 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 pentru companiile care nu utilizează foarte multe investiții în active, ci se bazează pe cercetare sau dezvoltare, pe *training*-ul angajaților și pe publicitate.

În calcularea capitalului utilizat se folosesc informații atât din partea de activ cât și din partea de pasiv a bilanțului, pentru că astfel se poate face mai bine diferența între capitalul necesar pentru activități operaționale și cel necesar pentru activități neoperaționale.

Se pleacă de la pasivul bilanțier. Din acesta se scad activele neoperaționale 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 diferențiază de participațiile în alte firme, prin faptul că sunt deținute pentru perioade scurte și pot fi oricând vândute fără a

influența activitatea operațională. (Hostettler, 2000, p.45)

CMPC a fost obținut din estimările profesorului A. Damodaran¹⁰.

Tabelul 3: Calculul EVA pentru compania Wal-Mart

	(mil. dolari)				
	2002	2003	2004	2005	2006
<i>NOPAT ajustat =</i>	<i>14149</i>	<i>14304</i>	<i>16720</i>	<i>18566</i>	<i>20848</i>
Profit net operațional (= vânzări-cheltuieli operaționale)	11579	13295	15025	17091	18530
+Amortizarea curentă	4660	4974	5615	6102	6880
+Costuri cu publicitatea	574	618	966	1400	1600
- Impozit pe profit	2613	4539	4538	5593	5962
<i>TC ajustat</i>	<i>91052</i>	<i>102730</i>	<i>113187</i>	<i>128737</i>	<i>146913</i>
Pasiv bilanțier	83527	94850	104912	120154	138187
+Costuri cu publicitatea	1600	1400	966	618	574
-Cheltuieli în avans	1103	726	1356	1889	2557
+Datorii certe prin contracte de leasing operațional neînregistrate în bilanț	8054	7988	8665	9072	9683
<i>CMPC</i>	<i>9,21%</i>	<i>7,54%</i>	<i>7,72%</i>	<i>8,16%</i>	<i>8,53%</i>
Costul capitalului	12532	10505	8738	7746	8386
<i>EVA</i>	<i>5763,11</i>	<i>6558,15</i>	<i>7981,96</i>	<i>8061,06</i>	<i>8316,32</i>
<i>EVA/Capital</i>	<i>5,66%</i>	<i>6,26%</i>	<i>7,05%</i>	<i>6,38%</i>	<i>6,33%</i>

Sursa: Calcule ale autorului.

Pentru o exemplificare mai bună, să calculăm EVA pentru anul 2004. Pentru calculul NOPAT ajustat s-a pornit de la profitul net operațional de 15.025 mil. \$, la care s-au adăugat amortizarea curentă de 5.615 mil. \$, costurile de publicitate de 966 mil. \$ și s-a scăzut impozitul pe profit. Astfel s-a obținut un NOPAT ajustat de 15.720 mil. \$. Pentru calculul capitalului total ajustat s-a pornit de la pasivul bilanțier la care s-au adăugat cheltuielile cu publicitatea (acum considerate inves-

tiții de capital) în valoare de 966 mil. \$ și datoriile certe cu leasingul operațional în valoare de 8.665 mil. \$ și s-au scăzut cheltuielile în avans în valoare de 1.356 mil. \$. S-a obținut astfel un capital total ajustat de 113.187 mil. \$. Capitalul total ajustat a fost înmulțit cu CMPC obținând astfel costul capitalului utilizat în valoare de 8.738 mil. \$. Acest cost al capitalului a fost scăzut din NOPAT ajustat obținându-

¹⁰ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

se EVA în valoare de 7.981,96 mil. \$.

Din calculele EVA prezentate reiese că Wal-Mart creează valoare pentru acționari. Chiar și prin folosirea unor cifre mai pesimiste în cazul costului capitalului, EVA arată că Wal-Mart a creat valoare în fiecare an și chiar în mod crescător. Aceasta este în opoziție cu rezultatele obținute prin calcularea TSR.

O problemă a EVA este că nu poate fi o bază de comparație între companii, deoarece EVA depinde de mărimea companiei și de capitalul folosit. De exemplu, o companie mai mică dar foarte eficientă poate avea EVA mai mic decât o companie mare, dar mai puțin eficientă. Acest inconvenient este însă înlăturat dacă folosim indicatorul EVA/Capital. În acest caz este mai eficientă compania cu EVA/Capital mai mare. EVA este însă un indicator foarte bun pentru a ghida deciziile managerilor. Se consideră că firma creează valoare atât timp cât EVA este pozitivă. Chiar dacă se investește într-un proiect care are un ROI mai mic decât celelalte proiecte ale firmei atât timp cât EVA este pozitivă, firma creează valoare. De asemenea este un bun instrument de găsire a factorilor ce influențează valoarea pentru acționari. Printr-o analiză de sensibilitate, managerii pot găsi factorii la care valoarea companiei este cel mai sensibilă, adică factorii materiali, și se pot concentra pe îmbunătățirea lor.

2.3.3. Valoarea creată pentru acționari (CSV)

În ceea ce privește modul de creare a valorii pentru acționari¹¹, unul dintre

¹¹ Metodologia este preluată din Fernandez (2001) și Rappaport (1998).

autorii de referință din domeniu, spaniolul P. Fernandez este de acord cu majoritatea celorlalți autori și consideră că se creează valoare atunci când câștigul acționarilor depășește rata cerută a câștigului, adică atunci când compania practic depășește așteptările cu privire la performanțele sale viitoare.

Totuși, el nu este de acord cu măsurătorile existente și argumentează că EVA, Economic profit, MVA, CVA, CFROI și TSR nu măsoară valoarea creată pentru acționari și propune un indicator propriu – CSV (*Created Shareholder Value*) – pentru măsurarea valorii create pentru acționari (Fernandez, 2002b, p.3).

$$CSV = \text{Valoarea de piață a capitalului propriu} * (\text{Câștigul acționarilor} - \text{costul capitalului propriu})$$

sau

$$CSV = SVA - (\text{Valoarea de piață a capitalului propriu} * \text{costul capitalului})$$

CSV – valoarea adăugată monetară (*cash value added*)

SVA – valoarea adăugată pentru acționar (*shareholder value added*)

Valoarea de piață a capitalului propriu sau capitalizarea bursieră.

În calcularea acestui indicator, Fernandez pornește de la calcularea variației capitalizării bursiere companiei (diferența dintre capitalizarea bursieră la sfârșitul perioadei față de cea de la începutul perioadei).

În cazul companiei Wal-Mart, între ianuarie 2001 și ianuarie 2006 (pentru o perioadă de 5 ani) capitalizarea bursieră a înregistrat o variație de –33.872,195 mil. \$. Totuși, Fernandez spune că nu aceasta este valoarea distrusă în această perioadă.

Tabelul 4: Calculul variației capitalizării bursiere pentru Wal-Mart

(mil. dolari)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prețul la sfârșitul perioadei (în \$)	51,065	59,26	47,8	53,85	52,43	46,41
Număr acțiuni sfârșitul perioadei	4465	4465	4430	4363	4259	4183
Capitalizare bursieră	228005,22	264595,9	211754	234947,6	223299,4	194133
<i>Variația capitalizării bursiere</i>	<i>n/a</i>	<i>36590,675</i>	<i>-52841,9</i>	<i>23193,55</i>	<i>-11648,2</i>	<i>-29166,3</i>

Sursa: Calcule proprii

În continuare se calculează SVA. începutul acelei perioade. (Fernandez, 2001, p.3).
 SVA reprezintă diferența dintre averea deținută de acționari la sfârșitul unei perioade și averea deținută de acționari la Formula SVA (Fernandez, 2001, p.4).

SVA = Variația capitalizării bursiere + Dividendele plătite în timpul anului – Plățile pentru mărirea capitalului, alte plăți către acționari (răscumpărări de acțiuni, rabaturi oferite) – Valoarea de conversiune a împrumuturilor negarantate

Tabelul 5: Valoarea adăugată pentru acționari la Wal-Mart Inc.

(mil. dolari)

	2002	2003	2004	2005	2006
Creșterea capitalizării bursiere	36590,675	-52841,9	23193,55	-11648,2	-29166,3
+dividende	1249	1328	1569	2214	2511
+alte plăți către acționari	1214	3383	5046	4549	3580
=SVA	39053,675	-48130,9	29808,55	-4885,18	-23075,3

Sursa: Calcule ale autorului.

În perioada ianuarie 2001 – ianuarie 2006 compania Wal-Mart nu a făcut noi emisiuni pentru mărirea capitalului și nici nu a avut împrumuturi negarantate deci au fost considerate 0.

Fernandez argumentează totuși că SVA nu este valoarea creată pentru acționari.

În continuare este definit indicatorul câștigul acționarilor ca raport între SVA și capitalizarea bursieră la începutul anului.

De exemplu în anul financiar 2004 câștigul acționarilor a fost de 12,69%.

Rata de câștig așteptată de către acțio-

nari reprezintă câștigul pe care acționarii se așteaptă să îl obțină pentru a se simți remunerați suficient. Aceasta depinde de câștigul fără risc, dat de obligațiunile trezoreriei naționale și de riscul specific companiei.

Acum, odată ce am calculat SVA și câștigul acționarilor se poate calcula valoarea creată de Wal-Mart în acești 5 ani, reprezentată de indicatorul CSV, prin intermediul ambelor formule menționate mai sus.

Tabelul 6: Câștigul acționarilor pentru Wal-Mart Inc.

	(mil. dolari)				
	2002	2003	2004	2005	2006
SVA	39053,675	-48130,9	29808,55	-4885,18	-23075,3
Capitalizarea bursieră la începutul anului	228005,225	264595,9	211754	234947,6	223299,4
Câștigul acționarilor	17,13%	-18,19%	14,08%	-2,08%	-10,33%

Sursa: Calcule ale autorului.

Tabelul 7: Valoarea creată pentru acționari la compania Wal-Mart Inc.

	(mil. dolari)				
	2002	2003	2004	2005	2006
(1) SVA	39053,67	-48130,9	29808,55	-4885,18	-23075,3
(2) Valoarea e piață a capitalului propriu la începutul perioadei	228005,22	264595,9	211754	234947,6	223299,4
(3) Costul capitalului propriu*	10,70%	8,20%	8,63%	8,93%	9,16%
$CSV = (1) - (2) * (3)$ (Formula 2)	14657,11	-69827,76	11534,18	-25866	-43529,5
(1) Valoarea e piață a capitalului propriu la începutul perioadei	228005,22	264595,9	211754	234947,6	223299,4
(2) Câștigul acționarilor	17,13%	-18,19%	14,08%	-2,08%	-10,33%
(3) Costul capitalului propriu*	10,70%	8,20%	8,63%	8,93%	9,16%
(4) Câștigul acționarilor - Costul capitalului propriu*	6,43%	-26,39%	5,45%	-11,01%	-19,49%
$CSV = (1) * (4)$ (Formula 1)	14660,73	-69826,85	11540,59	-25867,7	-43521,1

Notă: Valorile preluate din <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Sursa: Calcule proprii.

În anii 2002 și 2004 Wal-Mart a înregistrat valori pozitive ale VCA, ceea ce înseamnă că a creat valoare pentru acționari. În anii 2003, 2005 și 2006 compania a înregistrat un CVA negativ ceea ce înseamnă că valoare pentru acționari a fost distrusă. CVA înregistrează aceeași evoluție ca și TSR, dar diferit de EVA.

2.3.4. Valoare adăugată de piață (MVA)

Valoarea adăugată de piață (MVA) – un concept dezvoltat tot de firma de consultanță Stern Stewart & Co. – reprezintă diferența absolută între valoarea de piață a unei companii și valoarea capitalului său (Kus, 2000, p. 23). Ea reprezintă evaluarea pieței în legătură cu valoarea actualizată a tuturor EVA viitoare la un anumit moment dat. Acest indicator de performanță vizează diferența dintre valoarea contabilă a capitalului total investit în afacere atât de creditori, cât și de acționari (capital împrumutat + capital propriu) și valoarea de piață a companiei la un moment dat. Această diferență arată dacă, și în ce măsură managementul firmei a utilizat eficient resursele financiare puse la dispoziție de către investitori. În cazul în care se obține prin calcul o valoare adăugată de piață pozitivă, adică o valoare de piață a capitalului mai mare decât valoarea lui contabilă, atunci managementul creează valoare pentru investitori, deci este performant. O valoare adăugată de piață negativă ne spune că aveau investitorilor a fost distrusă deoarece valoarea de piață, reală, a capitalului lor este mai mică decât valoarea pe care au investit-o inițial. Diferența de valoare reprezintă o pierdere reală pentru investitori.

Formula valorii adăugate de piață

MVA=valoarea de piață–capital total ajustat

MVA=valoarea de piață a tuturor EVA viitoare

Prin înlocuirea celei de-a doua formule în prima se obține următoarea ecuație:

Valoarea de piață = capital + valoarea prezentă a tuturor EVA viitoare

Valoarea de piață a companiei include valoarea de piață a capitalului împrumutat și propriu.

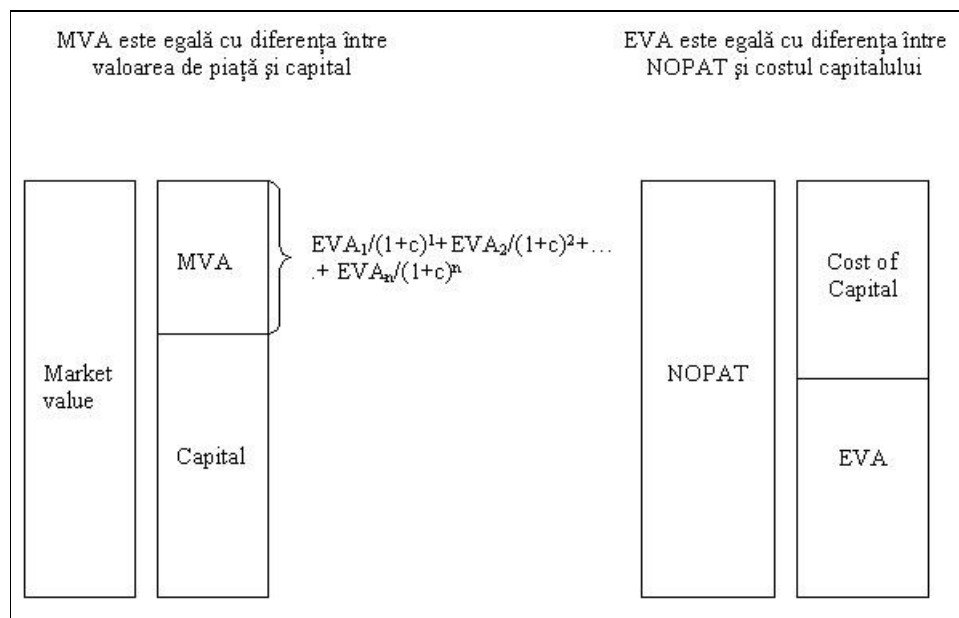
Capitalul total ajustat se obține la fel ca în cazul EVA.

Aceasta arată că MVA poate fi influențată de deciziile managementului, ce sunt reflectate periodic în EVA companiei. Dacă echipa managerială reușește să investească capitalul atras în mod profitabil, EVA va crește și în consecință și MVA. Se poate spune că MVA, fiind influențată de prețul acțiunilor, indică cât de mult cred investitorii în evoluția viitoare pozitivă a companiei; dacă ei cred că firma va genera profituri, ei vor cumpăra acțiunile firmei și în consecință prețul acțiunii va crește (Kus, 2000, p.25).

În practică se consideră că valoarea de piață a capitalului împrumutat și a acțiunilor preferențiale este aceeași cu valorile din declarațiile financiare. În consecință se practică următoarea variantă a MVA:

MVA=Valoarea de piață a acțiunilor comune–Capital oferit de acționarii comuni

MVA este complementară indicatorului TSR, întrucât TSR măsoară performanțele relativ la așteptările piețelor financiare și modificările acestor așteptări. MVA măsoară totuși așteptările piețelor financiare relativ la capitalul investit în companie, deci se măsoară așteptările în legătură cu valoarea absolută a performanțelor.



Sursa: Kus, 2000, p. 24.

Figura 4: Comparație între MVA și EVA

Ehrbar (Ehrbar, 1999, p. 134) arată că unul dintre avantajele MVA este că aceasta reflectă bine modul în care echipa de management a poziționat compania pe termen lung, deoarece piața încorporează valoarea prezentă a câștigurilor pe termen lung. În plus, MVA este ajustată la risc deoarece evaluările pieței iau în considerare gradul de risc corespunzător diferitelor domenii de activitate.

Totuși, din punct de vedere al evaluării performanțelor echipei manageriale actuale, evoluția MVA într-un an sau mai mulți este mai importantă decât nivelul absolut al MVA. O creștere a MVA de-a lungul timpului arată că valoarea de piață a unei companii a crescut mai mult decât fondurile utilizate. Pe de altă parte, o scădere a MVA înseamnă că a scăzut valoarea pentru acționari.

În interpretare MVA, trebuie luat în considerare faptul că prețul acțiunilor este determinat de așteptările investitorilor, deoarece prețul depinde de profitul pe care investitorii se așteaptă să fie obținut de companie în viitor. Profiturile trecute contează doar în măsura în care influențează așteptările în legătură cu performanțele viitoare. Valoarea de piață a unei companii este dată de valoarea prezentă a profiturilor viitoare actualizate cu costul capitalului din prezent. Dacă o companie câștigă exact costul capitalului, atunci MVA ar trebui să fie zero. Dacă câștigurile așteptate depășesc costul capitalului, atunci valoarea acțiunilor tranzacționate va conține un premiu, iar MVA va fi pozitiv. În acest caz managementul a creat valoare convingându-i pe investitori de faptul că compania va produce profituri care

depășesc costul capitalului. În același mod, în cazul că se așteaptă ca compania să câștige mai puțin decât costul capitalului, se va distruge valoare pentru acționari și MVA va scădea. Scopul final este de a crește MVA și nu de a crește valoarea firmei, întrucât valoarea firmei poate fi crescută ușor prin investirea a din ce în ce mai mult capital, ceea ce nu garantează însă că acesta e investit și eficient.

Un dezavantaj al MVA ar fi că, chiar dacă scopul unei companii este de a crea cât mai multă MVA posibil, MVA în sine nu este un ghid bun pentru luarea deciziilor de zi cu zi. În primul rând, pe termen scurt evoluția generală a pieței poate avea un impact mai mare asupra acțiunilor firmei decât îl au deciziile echipei manageriale. În plus, MVA poate fi calculat doar pentru firmele listate și doar la nivel de companie, nu de divizie sau departament. În opinia lui Ehrbar, pentru luarea deciziilor pe termen scurt este mai bine să se folosească EVA deoarece, conform creatorilor acestui indicator, este indicatorul cel mai corelat cu MVA (Ehbar, 1999, p.79). Mai mult, EVA arată cum deciziile operaționale influențează crearea de valoare și arată mult mai bine pârgurile ce trebuie acționate pentru creșterea valorii pentru acționari. În plus, MVA nu ia în considerare costul de oportunitate a capitalului și nici distribuiri intermediare de *cash* către acționari¹².

Alți consultanți consideră MVA o măsură suplimentară TRS. Ei argumentează că nici MVA și nici TRS nu pot fi folosite singure pentru a compara performanțele unor companii. În timp ce TRS măsoară performanțele companiei relativ la așteptările și evoluția așteptărilor pieței, MVA

măsoară performanțele viitoare așteptate de piață relativ la capitalul utilizat; este deci o măsură absolută (Koller, 1998, p.21)

Legat de vulnerabilitatea acestui indicator, Arnold evidențiază câteva dintre problemele cele mai mari MVA (Arnold, 2003, p.682):

- Estimarea fondurilor investite de acționari este greu de evaluat în cazul companiilor care se tranzacționează deja de câțiva ani la bursă, întrucât declarațiile contabile nu sunt potrivite pentru a măsura fondurile investite de investitori. Arnold argumentează că ajustările propuse de Stern Stewart sunt arbitrare și complexe, făcând dificil de spus că valoarea economică calculată a capitalului este egală cu capitalul teoretic.
- MVA nu arată când a fost valoarea creată, sau dacă mai este încă creată, sau dacă va fi creată în viitor. Prețul actual al acțiunii poate reflecta efectul de creare de valoare al deciziilor luate cu generații în urma față de perioada actuală. Dacă nu se știe când valoarea a fost creată este dificil de spus dacă cantitatea creată este de ajuns pentru a oferi un câștig satisfăcător relativ la câștigul cerut de acționari. Companii care au MVA pozitiv, pot avea totuși câștiguri slabe. O firmă poate crea aceeași cantitate de MVA ca și altă firmă dar în perioade diferite de timp. Compania care l-a produs în perioada de timp cea mai scurtă este și cea mai eficientă.
- MVA nu este ajustat la inflație și, astfel, valoarea capitalului din declarațiile financiare este mai mică decât valoarea reală. În acest caz, sunt defavorizate firmele care au făcut investiții mai recent.

¹² http://www.valuebasedmanagement.net/methods_mva.html

Tabelul 8: Calculul valorii adăugate de piață pentru Wal-Mart

(mil. dolari)

	2002	2003	2004	2005	2006
(1) Capitalizare bursieră la sfârșitul perioadei	264595,9	211754	234947,6	223299,4	194133
(2) Capital propriu	35102	39337	43623	49396	53171
$MVA = (1)-(2)$	229493,9	172417	191324,6	173903,4	140962
$\Delta MVA = MVA_t - MVA_{t-1}$	32832,675	-57076,9	18907,6	-17421,2	-32941,4

Sursa: Calcule ale autorului.

- Deoarece este o mărime absolută, vor fi mereu avantajate companiile cu investiții mari de capital, deoarece mărimea poate avea o influență mai mare decât eficiența asupra MVA.

După cum se poate vedea, compania Wal-Mart a creat sume impresionante de MVA în fiecare an, dar se observă cu ușurință că MVA a înregistrat un trend negativ, din cauza evoluției prețului acțiunii. În anii 2003, 2005 și 2006 ΔMVA a fost negativă, deci compania a distrus valoare pentru acționari. Se poate vedea că MVA oferă rezultate asemănătoare cu TSR și CVA.

2.3.5. Valoare adăugată în numerar (CVA)

CVA a fost elaborată de firma de consultanță Boston Consulting Group (BSG) și este o măsurătoare absolută a contribuției aduse de performanțele operaționale la crearea de valoare.

Formula CVA (Fernandez, 2002a, p.269)

$$CVA = NOPAT + amortizare - amortizare economică - costul capitalului utilizat$$

unde:

$$Amortizarea economică = Investiție brută * CMPC / ((CMPC + 1)^T - 1), \text{ unde } T \text{ re-}$$

prezintă numărul de ani pe care se amortizează investiția. Aceasta reprezintă o sumă ce trebuie pusă deoparte anual pentru a finanța înlocuirea investițiilor curente (http://www.valuebasedmanagement.net/methods_cva.html).

Conform BCG acest indicator este un instrument eficient de determinare a factorilor prioritari care influențează valoarea. Este un indicator util, care permite managerilor să aleagă între a îmbunătăți profitabilitatea sau a extinde activitățile. El este bazat pe *cash-flow*-uri și investiția inițială, și deci evită anumite distorsiuni care pot arata evoluții înșelătoare în cazul companiilor intensive în capital, ca în cazul EVA (http://www.valuebasedmanagement.net/methods_cfroi.html)

BCG arată că acest indicator poate fi ușor comparat cu capitalul utilizat, cu numărul de angajați sau numărul de clienți pentru a arăta pe ce factori de influență a valorii trebuie să se concentreze echipa managerială, prin comparație cu alte firme din același sector. De exemplu o firmă care are un CVA/client mic se va concentra pe mărirea valorii conturilor sau o companie cu un CVA/angajat mic se va axa pe creșterea eficienței angajaților (Lester, 2000, Financial Times).

Tabelul 9: Calculul CVA pentru compania Wal-Mart Inc.

(mil. dolari)

	2002	2003	2004	2005	2006
(1) NOPAT ajustat =	7387,402	8615,16	9600,975	11160,42	12340,98
(2) Profit operațional net	11579	13295	15025	17091	18530
(3) +Amortizare	3228	3364	3852	4264	4717
(4) -Impozit pe profit	2613	4539	4538	5593	5962
(5) Investiție brută (include amortizarea)	88717,20	88041,40	102834,9	110380,6	154036
(6) Investiție amortizabilă (investiție brută – active neamortizabile)	78476,20	76813,40	90135,91	95908,65	137393
(7) CMPC	9,21%	7,54%	7,72%	8,16%	8,53%
(8) Perioada de amortizare (în ani)	20,57	20,77	20,94	20,92	21,45
(9) $CMPC / ((1 + CMPC)^T - 1)$	1,79%	2,13%	2,06%	1,96%	1,78%
(10) Amortizare economică = (5)*(9)	1409,28	1642,36	1856,56	1880,59	2445,54
(11) Costul capitalului	8170,85	6638,32	7938,85	9007,06	13139,27
(12) $CVA = (1) + (3) - (10) - (11)$	1035,26	3698,47	3657,55	4536,77	1473,15
(13) $CVA/Capital$	1,17%	4,20%	3,56%	4,11%	0,96%

Sursa: Calcule ale autorului.

În calculul CVA s-a pornit de la profitul operațional la care s-a adunat amortizarea și s-a scăzut impozitul pe profit, ajungându-se astfel la NOPAT ajustat. Din NOPAT ajustat s-a scăzut amortizarea economică și costul capitalului. De exemplu pentru anul 2003, s-a pornit de la NOP de 13.295 mil. \$, la care s-a adunat amortizarea contabilă de 3.364 mil. \$ și s-a scăzut impozitul pe profit de 4.539 mil. \$, obținându-se suma de 16.659 mil. \$. Amortizarea economică s-a calculat prin înmulțirea activelor amortizabile în valoare de 76.813 cu $7,54 / ((7,54 + 1)^{20,77} - 1)$, și s-a obținut suma de 1.642,36. Costul capitalului s-a obținut prin înmulțirea investiției brute de 88.041,40 cu CMPC de 7,54%. La sfârșit s-a scăzut din 16.659 amortizarea economică în valoare de 1.642,36 mil. \$ și costul capitalului de

6.638 mil. \$, obținându-se un CVA de 3.698 mil. \$. Pentru obținerea CVA/Capital s-a împărțit CVA obținut la valoarea investiției totale de 88.041,40 mil. \$.

Calculele arată că compania Wal-Mart a înregistrat valori pozitive ale CVA în fiecare an, ceea ce înseamnă că a creat valoare pentru acționari. Se observă că CVA înregistrează rezultate proprii, diferite de EVA, TSR sau CSV.

2.3.6. Randamentul investiției exprimat în fluxuri monetare (CFROI)

Acest indicator de măsurare a fost dezvoltat inițial de către firma de consultanță Holt Value Associates, din Chicago.

De obicei, CFROI (*cash-flow return on investment*) este calculat anual și este

comparat cu costul capitalului ajustat la inflație pentru a determina în ce măsură o corporație a câștigat venituri superioare costului capitalului. Avantajul CFROI este că poate fi folosit pentru a compara companii cu o bază de active diferită, în țări și perioade diferite. În plus, se ia în considerare ceea ce piața prețuiește ce mai mult: abilitatea unei corporații de a genera fluxuri de numerar. De asemenea, poate fi calculat la nivel divizional și pentru companii private (http://www.valuebasedmanagement.net/methods_cfroi.html).

CFROI se calculează ca rată internă de rentabilitate a fluxurilor de numerar ajustate la inflație. (Fernandez, 2002a, pag. 276). Formula matematică pentru CFROI este soluția lui r din ecuația:

$$I = \sum CF_i / (1+r)^i + W_n / (1+r)^n$$

unde:

W_n = valoarea terminală a proiectului (companiei)

I = valoarea actualizată a investiției (proiectului sau companiei)

CF_i = fluxul monetar generat de proiect (companie) în anul i

Formula investiției inițiale și cea a fluxurilor monetare libere ajustate pentru o companie (Fernandez, 2002, p. 278).

Investiție inițială = Valoare contabilă + Amortizare cumulată + Ajustare la inflație + Capitalizarea leasing-urilor prezente + Fond de rulment

Fluxuri de numerar libere = Profit + Amortizare + Dobânzi după impozitare + Plăți pentru leasing-urile curente + Ajustări la inflație

CFROI propus de Boston Consulting Group BCG nu include inflația, deci este

o măsură reală și nu nominală și în consecință CFROI trebuie comparat cu WACC fără inflație¹³. Fernandez consideră că CFROI măsoară mai bine ceea ce ROA măsoară mai slab. În opinia BCG, “CFROI reprezintă câștigul mediu al tuturor proiectelor de investiție ale unei firme la un moment dat”. (Fernandez, 2002a, pag 276) În consecință o firmă creează valoare pentru acționari atunci când CFROI este mai mare decât WACC fără inflație.

Pentru a calcula CFROI este nevoie de patru elemente¹⁴: Primul este investiția brută pe care firma a făcut-o deja în activele existente, obținută prin adunarea amortizării și ajustărilor la inflație la valoarea contabilă. Al doilea este fluxul de numerar brut câștigat în anul prezent, care este de obicei definit ca suma dintre profitul operațional după impozitare și amortizarea. Al treilea element este durata de viață estimată a activelor, care variază de la sector de activitate la sector de activitate, dar reflectă perioada activă a investițiilor considerate. Al patrulea element este valoarea estimată a activelor la sfârșitul perioadei de funcționare, în dolari actuali. Acesta este de obicei porțiunea din investiția inițială, ca de exemplu pământ și clădiri, care nu se amortizează, exprimată în dolari actuali. CFROI reprezintă rata internă de rentabilitate a acestor fluxuri de numerar¹⁵.

Pentru a calcula investiția brută s-a plecat de la valoarea netă a activelor din bilanț, la care s-a adunat amortizarea cumulată. Această sumă s-a ajustat la infla-

¹³ $(1+wacc)/(1+rata\ inflației) - 1$

¹⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch32.pdf>

¹⁵ Idem

Tabelul 10: Calculul CFROI¹⁶ pentru compania Wal-Mart Inc.

(mil. dolari)

	2002	2003	2004	2005	2006
(1) Investiție inițială = ((2)+(3))x(1+(4)) ⁽⁷⁾ +(5)+(6)	88717,20	88041,41	102834,91	110380,65	154036,05
(2)Valoarea contabilă a activelor fixe	45750	51904	58530	68118	79290
(3) Amortizare cumulată	12868	15147	17357	20475	23590
(4)Rata inflației	2,83%	1,59%	2,27%	2,68%	3,39%
(5)Leasing operațional capitalizat	8054	7988	8665	9072	9683
(6)Fond de rulment	1583	1066	-1829	-2022	-2768
(7)Durata de viață media a activelor	20,57	20,77	20,94	20,92	21,45
(8)Durata de viață rămasă a activelor	10,28	10,38	10,47	10,46	10,72
(8)Fluxuri de numerar brute = (9)x(1-(11))+(10))	10615,40	11979,16	13452,97	15424,42	17.057,98
(9)EBIT curent	11579	13295	15025	17091	18530
(10)Amortizare curentă	3228	3364	3852	4264	4717
(11)Rata marginală a impozitului	36,20%	35,20%	36,10%	34,70%	33,40%
(13)Valoare reziduală (valoarea activelor neamortizabile actualizate cu inflatia)	44358,60	44020,70	20.346,18	55190,32	23.618,71
(14)Durata de viață a activelor	21,45	20,77	20,94	20,92	21,45
(15)CFROI este r din formula: $(I) = \sum_{i=1}^{20} \frac{(8)}{(1+r)^i} + \frac{((8)+(13))}{(1+r)^{21}} (8)$	10,93%	12,66%	12,11%	13,14%	9,80%
(16) CMPC	9,21	7,54	7,72	8,16	8,53
(17)CMPC real = (1+(16))/(1+(4)) - 1	8,93%	7,41%	7,53%	7,92%	8,22%
(18)CFROI- CMPC real = (15)- (17)	2,00%	5,25%	4,58%	5,22%	1,58%

Sursa: Calcule ale autorului

ție. La suma obținută s-a adăugat fondul de rulment curent și sumele reprezentând valoarea activelor aflate în leasing operațional. Fluxurile de numerar brute s-au calculat prin adunarea EBIT-ului impozitat cu amortizarea corespunzătoare anului curent. S-a considerat că activele

se află la jumătatea vieții (considerată în medie) și astfel vârsta activelor este egală cu durata de viață rămasă. CFROI pentru un anumit an reprezintă rata internă de rentabilitate pentru investiția brută din acel an și fluxurile de numerar brute obținute pe toată perioada de viață a activelor. Aceste fluxuri de numerar s-au considerat constante pentru fiecare an și egale cu fluxul de numerar brut corespunzător

¹⁶ În calculul CFROI am folosit modelul creat de A. Damodaran.

anului de calcul. Conform rezultatelor obținute, se poate spune că Wal-Mart a obținut valoare pentru acționari în fiecare an, ceea ce este în concordanță cu rezultatele EVA și CVA, dar în opoziție cu cele ale TSR sau VCA.

2.4. Trendurile indicatorilor moderni de măsurare a creării de valoare pentru acționari

Este foarte interesant de observat că anumiți indicatori prezintă aceeași evoluție de-a lungul timpului. În legătură cu aceasta, consider că indicatorii care sunt calculați pe baza acelorași tipuri de date au și evoluție similară. De exemplu, se poate observa ca EVA și EVA/Capital au aceeași evoluție. De asemenea CVA,

CFROI și CFROI-CMPCr au și ele aceeași evoluție în timp, toate trei bazându-se în calcul pe fluxuri de numerar și investiție brută actualizate. De asemenea MVA, TSR și CSV, care se bazează în principal pe evoluția capitalizării de piață au aceeași evoluție.

Ceea ce este interesant de observat este că cele trei tipuri de indicatori nu indică aceeași evoluție a creării de valoare în timp. De exemplu, în anul 2004 TSR arată o creștere a valorii pentru acționari, EVA arată o scădere, iar CFROI o scădere din nou dar mai slabă. Cert este că indicatorii bazați pe datele interne ale companiei arată o creare de valoare, chiar dacă în proporții diferite, în timp ce indicatorii bazați pe valorile date de piață arată o distrugere clară de valoare. O motivație pentru acest lucru ar putea fi faptul

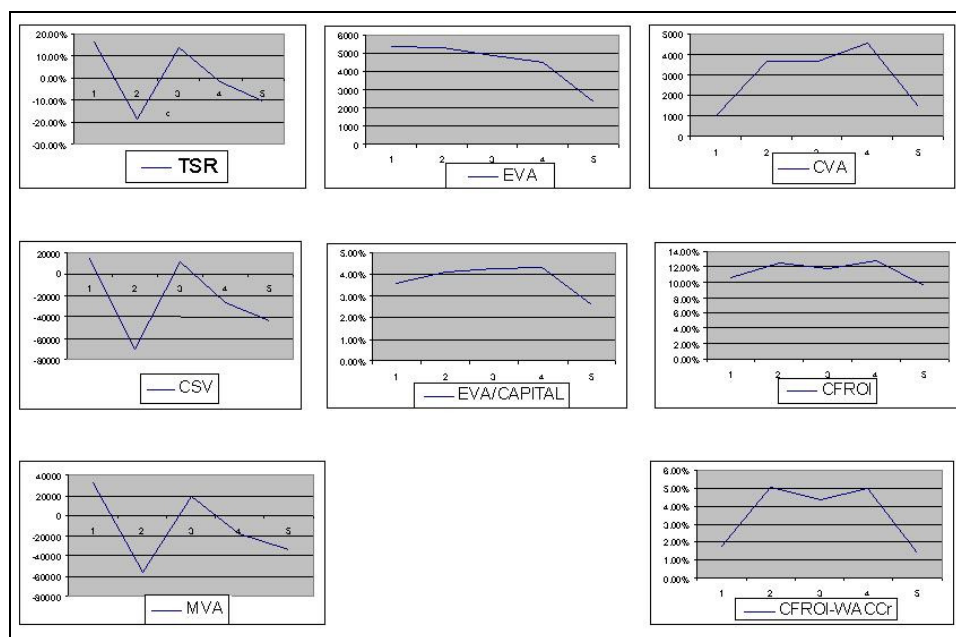


Figura 9 Trendurile indicatorilor moderni pentru compania Wal-Mart Inc., 2001-2005

că piața își bazează deciziile pe rezultatele așteptate în viitor pe termen mediu și lung. În acest caz, chiar dacă compania a creat valoare într-un an sau într-o perioadă, prețul acțiunii unei companii nu va crește dacă piața nu crede că aceste creșteri vor putea fi menținute și în viitor.

De asemenea, faptul că indicatorii bazați pe date interne companiei arată rezultate opuse față de indicatorii bazați pe valorile date de piață, ar putea arăta că indicatorii bazați pe date interne companiei nu sunt corelați cu evoluția prețului acțiunii. De altfel, Fernandez, în urma unui studiu, ajunge la concluzia că EVA, și CVA nu sunt corelate cu valoarea de piață a unei companii (Fernandez, 2002b, p. 22).

Blair (Blair, 1997, p. 48) consideră că nu s-a ajuns încă la un consens cu privire la ce măsură nouă să înlocuiască noile măsurători, dar EVA pare să fie cunoscut pe scară largă atât de investitori, cât și de companii, fiind liderul de piață între instrumentele de măsură. Un neajuns al indicatorilor moderni în comparație cu cei tradiționali, recunoscut de majoritatea managerilor, este complexitatea acestora. În aceste condiții sunt destul de greu de înțeles de persoane care nu au o educație financiară și în consecință sunt greu de pus în practică.

Cel mai important aspect, în opinia lui Blair, este însă modul în care aceste măsurători îi pot ajuta pe manageri să își conducă mai bine companiile. În plus, se pune problema dacă companiile ar trebui să îi asiste pe analiști în calcularea acestor indicatori. În general, companiile sunt binevoitoare în a oferi noi măsurători pentru analiști și investitori, dar refuză să prezinte propriile calcule. Atât timp cât

investitorii acordă atenție EVA și altor măsurători de acest gen, și managerii trebuie să se concentreze pe ele.

Bichard consideră că punctul forte al noilor măsurători este accentul pus pe *cash* și ajutorul dat managerilor în a-și crea o imagine clară asupra eficienței capitalului companiei. Ele îi ajută pe manageri să judece posibilitatea de a crea valoare prin extindere, reducerea alocării capitalului și eforturi de a crește profitabilitatea (Bichard, 1994, p.31).

Nu există însă niciodată o anumită formulă care să capteze impactul pe termen lung al strategiei companiei asupra averii acționarilor. EVA și CFROI sunt unele dintre cele mai cunoscute instrumente printre directorii de companii. Dar nu se poate spune care este mai bună. CFROI este considerată mai precisă dar complexă, în timp ce EVA este mai ușor de implementat dar mai puțin precisă (Nichols, 1998 p. 25).

Totuși, chiar dacă pare simplu de aplicat, EVA este mult influențată de modul în care este calculată. Trebuie luați în considerare anumiți factori și ajustări pentru fiecare companie în parte, altfel nu se poate obține o imagine precisă a valorii. Se poate ca anumite departamente sau chiar companii să aibă anumite caracteristici speciale care fac ca EVA să nu fie măsurătoarea potrivită. De exemplu, companiile sensibile la capitalul disponibil pot alege să folosească CVA, singură sau împreună cu EVA.

CSV este o măsurătoare nouă propusă de Fernandez care este o varianta îmbunătățită a TSR. Nu s-au găsit date în legătură cu aplicarea ei practică sau cu gradul de eficacitate al acesteia.

3. Concluzii

Lucrarea de față s-a concentrat pe analiza în termeni comparativi a avantajelor și dezavantajelor celor mai cunoscuți indicatori de măsurare a valorii create (distruse) pentru acționari. Pentru aceasta au fost mai întâi calculați o serie de indicatori moderni pe baza datelor companiei Wal-Mart și în final s-a făcut o comparație a rezultatelor obținute.

Din rezultatele obținute s-au desprins două tipuri de indicatori ce au evoluții proprii. Pe de o parte, au fost indicatorii bazați pe valoarea de piață a companiei care au arătat o distrugere a valorii pentru acționari. Pe de altă parte, au fost indicatorii bazați pe datele interne ale companiei care au arătat o creștere a valorii pentru acționari, chiar dacă în proporții diferite. Din aceasta se poate desprinde faptul că indicatorii bazați pe date interne nu sunt corelați cu valoarea de piață a companiei.

O problemă cu care m-am confruntat în cadrul demersului meu a fost că în literatură apar mereu măsurători noi între care se creează o oarecare confuzie. În cercetare m-am lovit de foarte multe ori de rate cu același nume dar calcul diferit, ceea ce duce la confuzii, sau de păreri diferite în calculul anumitor indicatori de măsurare a valorii create de o companie, întrucât mulți autori în domeniu încearcă să aducă îmbunătățiri proprii la rate deja existente sau să inventeze unele noi și se pare că fiecare companie de consultanță încearcă să impună pe piață măsurătoarea proprie.

Personal, cred că fiecare rată are plusurile și minusurile proprii și fiecare manager sau investitor trebuie să decidă care

rată îi reprezintă cel mai bine interesele. Cred că măsurătorile noi, bazate pe valoare sunt mai bune principial, dar se bazează pe multe estimări, a căror validitate nu poate fi controlată. De exemplu, EVA se bazează pe ajustări care pot fi aplicate diferit la fiecare companie și care implică un grad mare de subiectivitate. În utilizarea lor de către companii și investitori depinde foarte mult și pe ce vor aceștia să se axeze și ce consideră că este important pentru ei. Măsurătorile care se bazează pe rate operaționale sau indicatori bilanțieri ajustați sunt mai bune pentru manageri care, astfel, observă ce factori influențează mai bine valoarea companiei și ce părghii trebuie acționate pentru a crește valoarea acesteia. Nu îi ajută foarte mult dacă află că capitalizarea bursieră a scăzut sau a crescut între anumite perioade, pentru că nu au influență directă asupra acesteia. Pe de altă parte, pentru investitori este mai importantă capitalizarea firmei, deoarece, practic, ei câștigă (sau pierd) din evoluția acțiunii. Pentru o măsurare cât mai corectă, totuși, consider că ar trebui folosit cel puțin un indicator din fiecare tip.

Totuși, există autori care atrag atenția asupra faptului că se poate cădea dintr-o extremă în alta. Astfel, Koller, partener la McKinsey atrage atenția că, din dorința de a alege cel mai reprezentativ indicator de măsurare, se poate ajunge să se insiste prea mult asupra modului de creare a valorii pentru acționari și se pierde din vedere adevăratele scopuri ale creării acestor indicatori: ajutarea managerilor de a lua deciziile care maximizează valoarea creată pentru acționari.

Bibliografie selectivă

- Ameels, Anne, *Value Based Management. Control Processes to Create Value Through Integration*, Vlerick Keuven Gent Management School, 2002.
- Anthony, Robert N. și Govindarajan, Vijay, 'Management Control Systems', Boston, McGraw-Hill, Irwin, 2001, 10th ed.
- Arnold, Glen, 'Corporate Financial Management', London, Financial Times/Prentice Hall, 2003, 2nd edition
- Bichard, Bill, *Mastering the New Metrics*, 'CFO', October, 1994, via ProQuest
- Black, Andrew, 'In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance', London, Pitman, 1998, 1st ed.
- Blair, Alistair, *Watching the New Metrics*, 'Management Today', London: Apr. 1997, via ProQuest.
- Boulus, F., Haspeslagh P. și Noda, T., *Getting the Value Out of Value-based Management*, INSEAD survey, 2001.
- Bühner, R. și Weinberger, H.J., *Cash-Flow und Shareholder Value*, 'Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis', Heft 3, 1991.
- Copeland, Tom; Koller, Tim și Murrin, Jack, 'Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies', New York, 2000, 3rd edition.
- Ehrbar, Al, 'Economic Value Added: der Schlüssel zur wertsteigernden Unternehmensführung', Wiesbaden, Gabler, 1999.
- Fernández, Pablo, 'Valuation Methods and Shareholder Value Creation', San Diego, Academic Press, 2002a.
- Fernandez, Pablo, *EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*, 'IESE Business School Research Paper', nr.453, Barcelona, University of Navarra, 2002b
- Fernandez, Pablo, *A Definition of Shareholder Value Creation*, IESE Business School, Barcelona, University of Navarra, April 26, 2001.
- Helbing, Carl, *Unternehmensbewertung und Steuern*; Carl, 1995.
- Hostettler, Stephan, *Economic Value Added (EVA), Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften*, Bern, Auflage, Wien, Haupt, 2000.
- Institute of Management Accountants, 1997, <http://www.imanet.org>.
- 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*, 'The McKinsey Quarterly', nr.3, 1998, via ProQuest.
- Koller, McKinsey Wissen, nr.11, p.8-9, http://www.mckinsey.de/_downloads/Presse/mck_wissen_11_shareholdervalue.pdf
- Kus, Christina, *Company Valuation*, Wien, 2000.
- Lester, Tom, *Value Ratios Need a Rationale*, 'Financial Times', Oct. 13, 2000, London, via ProQuest
- Nichols, Paul, *Unlocking Shareholder Value*, 'Management Accounting', October, 1998
- Scott, Mark C., 'Value Drivers: The manager's Guide to Driving Corporate Value Creation', Chichester, Wiley, 1998.
- Rappaport, Alfred, 'Creating Shareholder Value', New York, The Free Press, 1998.
- *** www.walmartstores.com
- *** <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Anexa 1

Descrierea companiei

Wal-Mart Inc. este cel mai mare comerciant din lume, cu o cifră de afaceri de 312,4 mld. \$., 1,8 milioane de angajați și mai mult de 6100 magazine în toată lumea. Compania este prezentă în 15 țări. Compania a fost înființată în 1962, în Bretonville, Arkansas, SUA și a fost listată la Bursa din New York în 1970.

Wal-Mart Store Inc. Funcționează prin magazine de retail sub diferite forme: supermarket-uri, magazine de vânzare a alimentelor, magazine generale, mici supermarket-uri, magazine tip *cash&carry*, depozite pe bază de asociații de membri, magazine de îmbrăcăminte, magazine de tip *discount* și restaurante. Recent compania a intrat și în domeniul serviciilor bancare.

Modelul de afaceri al companiei este bazat pe vânzarea la prețurile cele mai mici posibil și oferirea unei game uriașe de bunuri și servicii în același magazin. Profitul companiei este bazat pe vânzarea de cantități mari și nu pe rate înalte ale profitului. În acest fel, consumatorii sunt atrași de prețurile mici și varietatea de produse oferite, chiar dacă calitatea nu este cea mai bună.

Datorită mărimii companiei (în 2004 a fost firma cu cea mai mare cifră de afaceri din lume), Wal-Mart se bucură de un avantaj neegalabil în negocierea cu furnizorii.

Compania are conturată clar o strategie de creștere atât la nivel național, cât și internațional. În anul 2006, de exemplu, au fost deschise 323 magazine noi în US, iar la nivel național numărul de magazine a crescut cu 43%. Pentru anul 2007 compania are în plan să deschidă 600 de noi magazine, din care o treime în afara US.

În US, Wal-Mart deține 7-8% din totalul cheltuielilor consumatorilor (excluzând mașini și electrocasnice).

Anexa 2

Situații financiare

1. Bilanțul contabil:

	(mil. dolari)					
31 Ianuarie	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Active						
Active circulante						
Numerar	6414	5488	5199	2758	2161	2054
Creanțe	2662	1715	1254	2108	2000	1768
Stocuri	32191	29762	26612	25056	22614	21442
Cheltuieli în avans	2557	1889	1356	726	1103	1291
Total active circulante	43824	38854	34421	30648	27878	26555
Terenuri, clădiri și echipamente (la cost)						
Terenuri	16643	14472	12699	11228	10241	9433
Clădiri și amenajări	56163	46574	38966	33750	28527	24537
Echipamente și instalații	22750	21461	17861	15946	14135	12964
Mijloace de transport	1746	1530	1269	1313	1089	879
Terenuri, clădiri și echipamente (la cost)	97302	84037	70795	62237	53992	47813
Fără Amortizare cumulată	21427	18637	15594	13537	11436	10196
Terenuri, clădiri și echipamente (net)	75875	65400	55201	48700	42556	37617
Leasing						
Proprietăți în leasing	5578	4556	5092	4814	4626	4620
Fără amortizare cumulată	2163	1838	1763	1610	1432	1303
Proprietăți în leasing (net)	3415	2718	3329	3204	3194	3317
Fond comercial	12188	10803	9882	9521	8566	9059
Alte active și cheltuieli reportate	2885	2379	2079	2777	1333	1582
Total Active	138187	120154	104912	94850	83527	78130
Pasiv						
Pasive curente						
Hărții comerciale	3754	3812	3267	1079	743	2286
Datorii pe termen scurt	25373	21987	19332	17140	15617	15092
Accrued liabilities	13465	12120	10342	8945	7174	6355
Accrued income taxes	1340	1281	1377	739	1343	841
Datorii pe termen lung de plătit în mai puțin de un an	4595	3759	2904	4538	2257	4234
Obligații legate de leasing-uri de capital de plătit în mai puțin de un an	299	223	196	176	148	141
Total pasive curente	48826	43182	37418	32617	27282	28949
Datorii pe termen lung	26429	20087	17102	16607	15687	12501
Datorii pe termen lung legate de leasinguri-le de capital	3742	3171	2997	3001	3045	3154
Taxe pe profit reportate și altele	4552	2978	2288	1761	1204	1043
Minority interests	1467	1340	1484	1362	1207	1140
Obligații						
Acțiuni preferențiale (0.10 valoare nominală)	0	0	0	0	0	0
Acțiuni comune (0.10 valoare nominală)	417	423	431	440	445	447
Capital în exces față de valoarea nominală	2596	2425	2135	1482	1484	1411
Profit acumulat și altele	1053	2694	851	-509	-1268	-683
Profit reținut	49105	43854	40206	37924	34441	30169
Total capital social	53171	49396	43623	39337	35102	31344
Total pasiv	138187	120154	104912	94685	83527	78131

2. Contul de profit și pierdere

(mil. dolari)

31 Ianuarie	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Venituri	315654	288132	258681	231577	205823	193116
Vânzări nete	312427	285222	256329	229616	204011	191329
Alte venituri, net	3227	2910	2352	1961	1812	1787
Costuri						
Costul vânzărilor	240391	219793	198747	178299	159097	150255
Costuri operaționale de vânzare, generale și administrative	56733	51248	44909	39983	35147	31550
Rezultat operațional	18530	17091	15025	13295	11579	11311
Dobânzi:						
Datorie	1171	934	729	799	1080	1104
Leasing-uri de capital	249	253	267	260	274	279
Venituri din dobânzi	-248	-201	-164	-132	-171	-188
Dobânzi, net	1172	986	832	927	1183	1195
Rezultat din exploatare înainte de impozit și minority interest	17358	16105	14193	12368	10396	10116
Provizioane pentru impozitul pe profit						
Curent	5932	5326	4941	3883	3625	
Reportat	-129	263	177	474	140	
	5803	5589	5118	4357	3765	3692
Rezultat de exploatare înainte de minority interest	11555	10516	9075	8011	6631	6424
Minority interest	-324	-249	-214	-193	-183	-129
Rezultat din exploatare	11231	10267	8861	7818	6448	6295
Rezultat extraordinar net	0	0	193	137	144	
Profit net	11231	10267	9054	7955	6592	6295

3. Tabloul fluxurilor de numerar:

(mil. dolari)

An fiscal până la 31 Ianuarie	2006	2005	2004	2003	2002
Cash flow operațional					
Rezultat din exploatare	11231	10267	8861	7818	6448
Amortizare	4717	4264	3852	3364	3228
Impozit pe profit reportat	-129	263	177	474	140
Alte activități operaționale	620	378	173	709	468
Descrere/creștere a creanțelor	-456	-304	373	-159	-212
Creșterea stocurilor	-1733	-2494	-1973	-2219	-1125
Creșterea datoriilor comerciale pe termen scurt	2390	1694	2587	1848	416
Creșterea accrued liabilities	993	976	1896	1088	1120
Cash net operațional	17633	15044	15996	13005	10519
Cash flow investițional					
Plăți pentru proprietăți și echipamente	-14563	-12893	-10308	-9245	-8285
Investiții în operațiuni internaționale	-601	-315	-38	-749	0
Venituri din cedarea activelor fixe	1049	953	481	311	248
Venituri din vânzarea McLane			1500		
Alte activități investiționale	-68	-96	78	-73	903
Cash net utilizat în activități investiționale	-14183	-12351	-8312	-9839	-7223
Cash flow din activități de finanțare					
Creștere/Descrere hârtii comerciale	-704	544	688	1836	-1533
Venituri din emiterea de datorii pe termen lung	7691	5832	4099	2044	4591
Cumpărarea de acțiuni ale companiei	-3580	-4549	-5046	-3383	-1214
Dividende plătite	-2511	-2214	-1569	-1328	-1249
Plata datoriilor pe termen scurt	-2724	-2131	-3541	-1261	-3519
Plata obligațiilor legate de leasing					
-urile de capital	-245	-204	-305	-216	-167
Alte activități de finanțare	-349	113	111	-62	113
Cash net din activitățile de finanțare	-2422	-2609	-5563	-2370	-2978
Efectul cursurilor de schimb asupra cash-ului	-102	205	320	-199	-211
Creșterea neta a cash-ului	926	289	2441	597	107
Cash la începutul perioadei	5488	5199	2758	2161	2054
Cash și cash echivalent la sfârșitul perioadei	6414	5488	5199	2758	2161

Anexa 3

Evoluția cursului acțiunii Wal-Mart între 1975. – 3 Iunie 2006

