

CONDEIE STUDENȚEȘTI

Managementul bazat pe valoare – nouă filozofie managerială

Ioan-Călin CIOLAC

Introducere

Autorul își propune în lucrarea de față să abordeze o temă din ce în ce mai discutată în cercurile de specialiști și totodată în literatura de specialitate în domeniul managementului financiar, și anume, managementul bazat pe valoare. Se consideră că această nouă filozofie a revoluționat managementul financiar.

Pe măsură ce companiile s-au dezvoltat tot mai mult, iar mediul economic concurențial a devenit tot mai complex și activitatea firmelor s-a diversificat, a fost nevoie de noi instrumente și tehnici manageriale mai performante care să permită firmelor să depășească obstacolele din ce în ce mai numeroase și mai costisitoare. Mai ales în ultimii ani, managementul tradițional, bazat pe analiza și interpretarea datelor contabile, și-a dovedit incapacitatea de a evalua și de a exprima într-o manieră cât mai clară și cât mai corectă performanțele reale ale companiilor. Datele contabile s-au dovedit a fi subiective și lipsite de transparență. Ele sunt ușor manipulabile și nu dau siguranța luării celor mai bune decizii investiționale atunci când sunt luate ca fundament decizional. În aceste condiții s-a impus o

schimbare în atitudinea managerilor. Acum, aceștia tind să mute accentul dinspre maximizarea veniturilor înspre maximizarea valorii create pentru acționari, dinspre folosirea cu precădere a datelor contabile înspre folosirea dinamicii fluxurilor de numerar. Ca o soluție la provocările cu care se confruntă sistemele manageriale tradiționale a fost propusă implementarea unui management bazat pe valoare.

Primele semne ale implementării unui management bazat pe valoare, în formele cele mai simple, în cadrul companiilor apar la sfârșitul secolului al XVIII-lea, atunci când economia mondială cunoaște o perioadă de avânt și mediul politico-economic internațional a permis și a încurajat dezvoltarea economiilor de scară și, implicit, a firmelor transnaționale. Această perioadă de debut a noii filozofii manageriale s-a caracterizat prin interesul accentuat al firmelor în obținerea de eficiență și productivitate ridicată în activitatea lor. De-a lungul anilor, noua abordare și-a dovedit din plin calitățile și a început să fie asimilată de tot mai multe companii, în special de cele transnaționale.

Managementul bazat pe valoare (MBV) exprimă înclinația managementului spre

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

În final am analizat latura practică a managementului bazat pe valoare ca nouă filozofie managerială. Am încercat să subliniez transformările aduse de noua filozofie strategiilor investiționale ale companiilor și să analizez implicarea marilor companii internaționale de consultanță și planificare financiară în promovarea managementului bazat pe valoare.

1. Analiza strategică a unei investiții

Marile companii au în general un număr mare de proiecte investiționale implementate separat, fiecare cerând o planificare și o strategie de dezvoltare specifică. Mai clar spus, acest lucru presupune evaluarea și selectarea produsului sau a pieței țintă unde compania vrea să pătrundă și strategia de obținere a unei poziții competitive pe piață. Aceasta implică evaluarea mai multor factori, cum ar fi prețul, serviciile oferite, calitatea, caracteristicile produsului, canalele de distribuție etc.

Managerii proiectelor investiționale strategice se află continuu în contact cu clienții companiei, într-o economie de

pieță competitivă, și este important ca strategia de implementare a proiectelor să fie dezvoltată și urmărită de acei manageri care vor fi responsabili de rezultatele operaționale ale investiției în cauză. Realizând aceasta și prin pregătirea profesională a managerilor și încurajându-i să-și asume responsabilitatea reușitei implementării strategiei, compania va avea premisele unei activități creatoare de valoare pentru investitori.

Înainte de a selecta și implementa noile proiecte investiționale ale companiei, este oportună o analiză a potențialului operațional al fiecărui proiect deja implementat, cele care se derulează înainte de a decide asupra noilor investiții. Pot exista divizii sau filiale care maximizează valoarea companiei, dar analizate în detaliu evidențiază activități componente ineficiente, care nu fac altceva decât să distrugă averea acționarilor. Spre exemplu, divizia producătoare de componente electro-tehnice a unei companii X are per ansamblu o contribuție pozitivă asupra creșterii valorii companiei (maximizării averii acționarilor), dar în cadrul acestei divizii linia de producție pentru componenta M nu dă rezultatele așteptate, având o valoare netă actualizată a fluxurilor de numerar generate aici negativă. Din acest motiv, fiecare companie trebuie să determine elementele activității care duc la maximizarea averii acționarilor și pe acelea care diminuează valoarea companiei. Acestea din urmă fie sunt eliminate, ca exemplu renunțarea la utilizarea liniei de producție a componentei M – considerând că producerea ei nu se mai justifică din punct de vedere economic –, fie se încearcă îmbunătățirea activității prin re tehnologizare, restructurare, cursuri de specializare intensivă etc. în acele puncte sensibile ale companiei.

Evaluarea investiției, planificarea financiară și structura organizațională pentru fiecare unitate strategică a unei companii trebuie să corespundă principiilor managementului bazat pe valoare. Metoda de evaluare a proiectelor investiționale cea mai des întâlnită este metoda fluxurilor de numerar nete actualizate relevante pentru companie. Este exclus ca planificarea financiară să se realizeze numai pe considerente de natura contabilă, ea va trebui să țină seama în primul rând de capacitatea operațională a proiectului, de valoarea indicatorilor de performanță managerială în noua abordare managerială. Deciziile strategice și comunicarea internă sau externă a companiei se vor realiza în funcție de mediul în care își desfășoară activitatea, de factorii externi, de caracteristicile pieței, urmărind creșterea performanțelor operaționale ale companiei.

Analiza strategică a unei investiții poate fi considerată ca având trei etape:

1. *evaluarea strategiei* – în care mediul extern și potențialul intern sunt analizate pentru a se evidenția punctele forte și cele slabe ale proiectului în ce privește capacitatea sa de a crea valoare pentru acționari;
2. *alegerea strategiei investiționale* – în care opțiunile strategice ale companiei sunt descrise și evaluate;
3. *implementarea strategiei* – aceasta presupune acțiuni ale managementului în sensul definirii structurii organizaționale și a angajamentului luat în a atinge anumite ținte, planificării resurselor, motivării angajaților etc.;

1) *Evaluarea strategiei*

Există trei principali determinanți strategici ai unei activități eficiente.

(a) *Atractivitatea sectorului de activitate.* Mediul economic în care activează com-

pania are o influență deosebită asupra profitabilității acesteia. În unele sectoare firmele au puțini concurenți, aici forța de negociere a consumatorului este redusă, forța de negociere a furnizorilor companiei este de asemenea redusă și sunt, de obicei, puține obstacole artificiale create la intrarea pe piață a noilor concurenți sau a unor produse substituibile, cel mai mare impediment al noilor veniți fiind chiar dimensiunile companiilor existente, relațiile pe care acestea le au pe piață, puterea lor de convingere și marca cunoscută. Aceste sectoare de activitate par să fie foarte atractive pentru jucătorii cu o anumită putere pe piață, cererea fiind mare pe o astfel de piață, consolidând premisele maximizării averii acționarilor. Alte piețe sectoriale sunt suprasaturate, aici numărul firmelor existente este foarte mare și concurența puternică înlătură unii jucători de pe piață, făcându-i să se orienteze către alte sectoare unde ar putea să-și valorifice superior avantajele comparative. Pe astfel de piețe supraaglomerate prețurile sunt, de regulă, reduse datorită concurenței acerbe, a puterii crescute de negociere a furnizorilor și clienților, precum și a numărului mare de produse perfect substituibile existente. O astfel de piață reprezintă un climat considerat ca fiind favorabil unor investiții ce vor distrage averea acționarilor.

(b) *Resursele deținute și utilizate* – factor determinant al competitivității companiei. Identificarea unui sector atractiv este numai un prim pas al strategiei de investire. Companiile conduse după principiile managementului bazat pe valoare urmăresc să obțină rate ale câștigului la capitalul utilizat peste media sectorului respectiv. Pentru a depăși această medie, companiile au nevoie de utilizarea anumitor

avantaje care să le ofere un plus de competitivitate pe piață. Aceste avantaje specifice sunt date de regulă de resursele pe care compania le deține. Majoritatea resurselor companiei sunt *ordinare*, compania fiind capabilă să exploateze una sau doua resurse *extraordnare*, adică acelea care conferă companiei un plus de competitivitate. *O resursă extraordinară* este aceea care, prin utilizarea în combinație cu celelalte resurse, oferă companiei plusul de forță necesar pentru a-și depăși concurenții și posibilitatea creării de noi oportunități aducătoare de valoare pentru investitori. *Resursele critice extraordinare* sunt acelea care ar trebui să determine specializarea companiei, indicând ceea ce o firmă poate realiza cu succes. Factorii maximizării averii investitorilor pot consta în oferirea acelorași beneficii clienților ca și concurența, dar la costuri mai mici, sau oferind clienților produse unice la prețurile pieței.

Resursele ordinare oferă companiei forța necesară existenței pe o anumită piață. Acestea sunt vitale pentru supraviețuirea companiei într-o economie de piață funcțională. Să luăm spre exemplificare sectorul de piață al produselor alimentare. Există aici câteva activități de bază care fac posibilă menținerea pe piață a firmelor din acest domeniu, cum ar fi aprovizionarea, managementul resurselor umane, contabilitatea, prezentarea produselor în magazin etc. Marile lanțuri de magazine dețin avantaje care le diferențiază de micile chioșcuri, minimarketuri. Ele sunt capabile să obțină costuri de aprovizionare unitare mai reduse tocmai datorită cantităților mari de produse rulate, aceste hipermarketuri pot beneficia de avantajele unei economii de scară atât în diminuarea costurilor de circulație, cât și a altor cheltuieli, cum ar fi cele cu pro-

movarea produselor. Cu toate acestea, și micile magazine pot deține avantaje specifice care să le permită obținerea unor rate ale câștigului foarte mari. Dintre aceste avantaje enumerăm: avantajul de localizare care permite clientului economisirea de timp și energie făcând mai rapidă și mai puțin costisitoare deplasarea către produsul dorit, avantajul unor servicii de calitate din partea angajaților în număr mai redus, avantajul unui orar orientat către client ce poate duce la practicarea unor prețuri mari în anumite intervale orare. Marile lanțuri de magazine consideră acești factori ca fiind costisitori. În încercarea de a obține și ele aceste avantaje ale micilor magazine, hipermarketurile pot ajunge în situația de a-și pierde principalul avantaj competitiv, și anume costurile reduse de circulație. Când analizăm din perspectiva competiției între diverse lanțuri de magazine, deci restrângem un pic aria analizei noastre eliminând micile magazine, unele resurse extraordinare pot deveni resurse ordinare. În acest caz, costurile reduse și alte avantaje ale economiilor de scară pot fi considerate factori ordinari din moment ce toate lanțurile de magazine le dețin și sunt necesare pentru supraviețuirea lor. Pot fi considerate acum resurse extraordinare, care fac diferența cu concurența, calitatea relațiilor specifice cu furnizorii, utilizarea unui sistem sofisticat de colectare a informațiilor despre clienți, programe specifice de promovare și fidelizare a clienților, precum și deținerea celor mai atractive site-uri comerciale. Chiar și aceste avantaje nu dau de la sine un plus de competitivitate companiilor respective. Avantajele competitive pe termen lung depind și de capacitatea de inovare și de utilizarea eficientă a resurselor deținute. Devin aici resurse extraordinare compe-

tența echipei manageriale, coerența, atitudinea, cunoștințele și experiența managerilor.

Analistul nu trebuie să caute un număr mare de resurse extraordinare pentru a evalua dacă o companie are potențialul de a-și depăși concurența. Dacă aceasta deține măcar una este un lucru bun, deoarece o companie nu are nevoie decât de un factor extraordinar pe care să-l folosească eficient pentru a-și depăși competitorii și a obține în final rate ale câștigurilor peste media pe sector. Dacă există două resurse extraordinare, atunci este excelent. Din practică s-a dovedit că este cu totul neobișnuit ca la o companie să se găsească trei sau mai multe resurse extraordinare.

Marea majoritate a resurselor extraordinare sunt intangibile. Acestea reprezintă calitățile indivizilor care muncesc în compania respectivă sau se referă la legăturile interpersonale. De obicei, acestea sunt construite pe o perioadă lungă de timp de către membrii companiei. Aceste calități nu pot fi evaluate științific și nici nu pot fi măsurate în vreun fel. Acestea reprezintă determinanții cheie ai maximizării averii acționarilor prin crearea de valoare în firmă și de aceea necesită o atenție sporită.

Glen Arnold (Arnold, 2003) a clasificat resursele extraordinare în șase categorii.

Tangibile. Deși mai puțin întâlnite ca resurse extraordinare, în unele cazuri, resursele tangibile pot oferi plusul de competitivitate necesar depășirii concurenței. Acestea sunt active ce au o formă fizică și sunt înregistrate în bilanțul contabil al firmei. Aceste resurse tangibile includ materii prime și materiale specifice, facilități de producție și patente. Aceste resurse pot fi achiziționate, dar în momentul când sunt obținute cu ușurință înaintea

concurenților și pe o anumită perioadă de timp sunt în posesia exclusivă a companiei, atunci ele devin o resursă extraordinară. Un exemplu concludent de resursă tangibilă extraordinară îl constituie rețeaua de cabluri deținută de compania națională de telecomunicații până nu demult, rețea care avea caracter unic în plan național și care era foarte greu de reprodus în cazul în care un alt operator de telefonie fixă dorea să intre pe piață. Acest avantaj competitiv cu caracter de monopol s-a diminuat odată cu apariția telefoniei mobile și a internetului. Proprietatea Microsoft asupra sistemelor de operare și brevetelor de producere a diferitelor componente IT îi oferă un plus de competitivitate pe piață. McDonald's urmărește să obțină cele mai bune amplasări pentru restaurantele proprii (fie pe cele mai aglomerate autostrăzi din SUA, fie în centrele urbane foarte aglomerate).

Relaționale. De-a lungul timpului companiile își dezvoltă anumite relații cu alte companii sau cu alți actori de pe piață, relații care nu pot fi dizolvate prin simpla apariție a unor noi concurenți. Relațiile de afaceri pot fi de mai multe feluri. Cele mai puțin importante sunt cele *contractuale*. Cele mai importante sunt cele *informale*. Acestea din urmă se construiesc pe bază de încredere reciprocă între părți de-a lungul mai multor ani de colaborare. Pierderea încrederii între părți este de obicei iremediabilă și fatală relației de afaceri. O astfel de relație puternică cu furnizorii și consumatorii de bere în Africa de Sud a determinat ca South African Breweries (SAB) să obțină 98% din piața berii în această țară, făcând aproape imposibilă intrarea pe piață a altor investitori în acest domeniu, fie ei naționali sau străini. SAB a stabilit relații speciale cu șoferii de camion care distri-

buiiau băuturile în piață, ajutându-i să-și dezvolte propriile afaceri în domeniul transportului. A consolidat relațiile cu angroșiștii și detailiștii pe care i-a ajutat să-și procure lăzi frigorifice și generatoare de electricitate. Un nou intrat pe piață ar fi fost nevoit să-și construiască propriile relații cu toți acești actori fără de care i-ar fi fost aproape imposibil să-și desfășoare activitatea, ar fi trebuit probabil să-și construiască o nouă rețea de distribuție și aprovizionare. Toate acestea implică costuri și riscuri foarte mari pe care potențialii investitori pe piață ar refuza să și le asume. Relațiile stabilite între angajați, între angajați și conducerea companiei pot genera avantaje competitive. Calitatea relațiilor sale cu autoritățile publice din statul unde își desfășoară activitatea poate fi foarte importantă pentru succesul companiei pe piața respectivă. Marile companii atrag adesea în conducerea lor oameni care au lucrat în guvernele țărilor respective sau îi angajează să stabilească legături cu departamentele guvernamentale unde au cunoștințe.

Reputația. Reputația se construiește în mod normal în mai mulți ani de activitate pe o anumită piață. Odată construită, o bună reputație poate fi considerată ca o sursă de venituri excepționale. Spre exemplu, renumele firmei Sony face, în mintea consumatorului, diferența între aceasta și celelalte mărci concurente, chiar înainte de a testa produsul. Firmele ale căror mărci nu sunt cunoscute pot avea dificultăți la intrarea pe piața dominată de mărci cunoscute și apreciate de consumatori. Consumatorii vor accepta cu mai multă ușurință produsul unei companii cu reputație pe acea piață decât al uneia necunoscute, chiar dacă produsele *de marcă* sunt identice cu ale concurenței sau chiar mai slabe din punct de

vedere calitativ. Acesta este un avantaj ce poate constitui o sursă suplimentară de venit, o resursă care prin exploatarea ei eficientă duce la maximizarea ratei câștigului pentru investitori.

Atitudinea. Această caracteristică se referă la cultura organizației, la ansamblul elementelor care formează un mod specific de gândire în managementul companiei. Exprimă modul în care compania percepe și comunică cu mediul exterior. Termeni cum sunt dispoziția, interesele și cultura sunt strâns legați de atitudine. O echipă poate fi alcătuită din jucători cu cea mai bună tehnică de negociere sau cu cunoștințe vaste despre joc, pot fi ei cei mai pricepuți sau cei mai rapizi, dar fără o atitudine de învingător nu vor avea succesul urmărit. Trebuie să existe dorința de a învinge. O atitudine pozitivă poate aduce plusul de competitivitate pentru a putea depăși concurenții. Unele firme dezvoltă o mentalitate de învingător bazată pe o cultură a inovației ca mijloc de depășire a concurenței, unele se orientează către satisfacerea consumatorului, în timp ce altele se concentrează asupra calității produselor oferite.

Priceperea. Priceperea unei companii reprezintă abilitatea acesteia de a atinge un set de obiective propuse. Spre exemplu priceperea unei companii se poate concretiza în realizarea unor bune cercetări de piață, în înclinația spre inovare sau în prelucrarea eficientă a diferitelor materii și materiale. Priceperea este mai mult decât suma unor aptitudini individuale. Combinarea și coordonarea aptitudinilor indivizilor într-o companie poate constitui o resursă extraordinară.

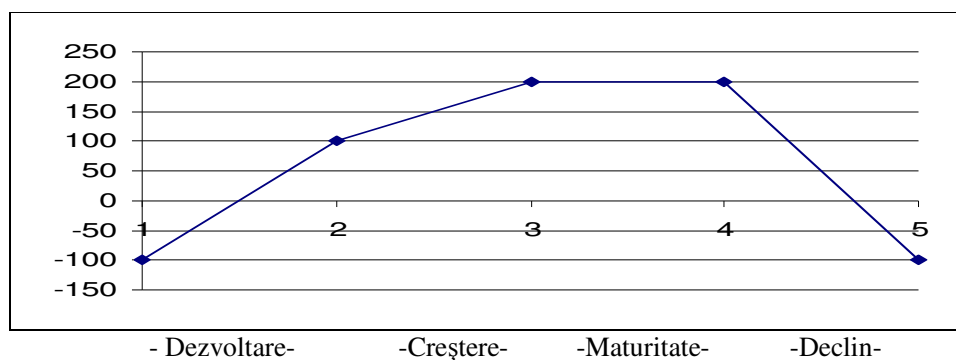
Cunoștințele deținute. Cunoașterea constă în acumularea de informații și interpretarea, organizarea, sintetizarea și clasificarea acestora pentru a putea lua

cele mai bune decizii și a cunoaște mai bine compania și mediul exterior. Obținerea, utilizarea eficientă și distribuirea cunoștințelor în companie pot fi foarte importante pentru crearea și menținerea unui avantaj competitiv pe piață.

Există două tipuri de cunoștințe. În primul rând sunt cele explicite, ce pot fi transferate sub formă codificată și ușor de procurat de către toți actorii de pe piață. Este puțin probabil ca aceste cunoștințe să ofere un avantaj competitiv deținătorului din moment ce sunt disponibile și concurenților sub diverse forme. Al doilea tip de cunoștințe îl reprezintă cele implicite, nedefinite, tacite. Acestea sunt subiective, personale și specifice fiecărei companii. Sunt complexe și greu de comunicat și codificat. Cunoștințele specifice sunt greu de aflat de către concurenți, de aceea pot constitui un avantaj competitiv.

(c) *Ciclul de viață al capacității de a crea valoare.* Deținerea unui avantaj competitiv într-un sector atractiv nu duce în mod direct la creșterea performanței companiei pe termen lung, mai ales dacă nu deține

avantaje competitive sustenabile și condițiile economice în acel sector nu se mențin favorabile exploatarei avantajului respectiv. Firmele care vor să pătrundă pe piață sunt atrase de acele sectoare în care se obțin câștiguri peste media pe economie, iar avantajele competitive ale firmelor deja existente vor dispărea în scurt timp. Durata, persistența unui avantaj competitiv poate fi exprimată în termenii ciclului de viață cu patru etape: dezvoltare, creștere, maturitate și declin. În prima etapă se conturează avantajul competitiv probabil pe baza inovațiilor tehnologice, acum încasările fiind reduse. În etapa de creștere, cererea pentru produsele companiei se situează pe o pantă ascendentă datorită exploatarei resurselor excepționale ce generează consolidarea mărcii, îmbunătățirea poziției pe piață și drepturi de proprietate intelectuală. Creșterea aceasta continuă se mai moderează spre faza de maturitate, atunci când avantajul competitiv nu mai are aceeași intensitate ca mai înainte, probabil și datorită descoperirilor tehnologice de care încearcă să profite ceilalți concurenți sau datorită obținerii dreptului de utilizare a acelor cu-



Sursa: Arnold, 2003.

Figura 1: Ciclul de viață al capacității de a crea valoare

noștințe strategice. În această etapă compania se află în fața alegerii unei dintre următoarele trei soluții. Două dintre ele se referă la o repoziționare pe curba ciclului de viață, iar a treia constă în intrarea în etapa de declin, etapă în care, dacă se continuă activitatea, averea investitorilor va fi diminuată. Cele două soluții de revenire pe panta ascendentă a ciclului de viață sunt: A. ridicarea de obstacole în calea pătrunderii pe piață a noilor concurenți, și B. menținerea unei politici de inovare și îmbunătățire a produselor existente astfel încât să fie tot timpul cu un pas înaintea concurenței. Un exemplu în privința utilizării acestor două tehnici de menținere a avantajelor competitive este Microsoft, care domină piața software și a aplicațiilor IT.

2) Alegerea strategiei investiționale

Managerii trebuie să ia în calcul o gamă cât mai variată de opțiuni strategice. Procesul de căutare a unor alternative viabile la strategia propusă este esențial pentru demararea analizei. Scopul acestei căutări de posibile opțiuni strategice este de a descoperi avantajele competitive și modul în care compania poate să profite de ele pe o piață atractivă pe termen lung, urmărind în final maximizarea averii acționarilor.

Există trei tipuri de strategii prin care firmele pot obține avantaje competitive sustenabile (Arnold, 2003):

- *strategia celui mai scăzut cost* – are în vedere oferirea de produse standard fără servicii adiționale, de service, complementare; este caracteristică economiilor de scară;
- *strategia diferențierii* – se referă la oferirea de mărfuri și servicii cu caracteristici unice pe piață, fapt ce le oferă posibilitatea revendicării unui preț ridicat;

- *strategia focalizării* – are în vedere concentrarea activității companiei pe un anumit segment de piață unde-și poate valorifica la maxim calitățile de care dispune, oferind produse de calitate superioară.

Odată ce au fost identificate opțiunile strategice, se trece la evaluarea acestora. Se analizează fiecare opțiune în parte din punct de vedere calitativ evidențiind anumite atribute valoroase ale proiectului cum ar fi creativitatea, spiritul inovativ, intuiția, originalitate etc. Evaluarea calitativă este completată de o analiză cantitativă care se bazează pe indicatorii de profitabilitate. Pentru a avea o evaluare corespunzătoare principiilor managementului bazat pe valoare se utilizează indicatori ai valori create, cum ar fi profitul economic, fluxurile de numerar libere generate de proiect etc.

3) Implementarea strategiei

Pentru a implementa o strategie de succes și pentru a obține în final maximizarea averii acționarilor este necesară o planificare eficientă a resurselor alocate, o reorganizare și o motivare corespunzătoare a personalului. Resursele vor fi alocate acelor departamente sau unități care se consideră, după o prealabilă evaluare, că au capacitatea de a genera valoare pentru acționari. Managerii își iau responsabilități și își fixează obiectivele periodice pentru a obține în final maximizarea averii acționarilor.

2. Managementul bazat pe valoare în practică

Cu toate că am demonstrat cât de importanți sunt indicatorii analizați în măsurarea performanței manageriale în mana-

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

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

Prin cercetări laborioase realizate în cadrul INSEAD¹ s-au descoperit cinci determinanți cheie ai valorii create în companie, și anume:

- un angajament explicit al managerilor în sensul creării de valoare, care devine evident atunci când compania își orientează activitatea în interesul acționarilor ei;
- educarea și perfecționarea unui număr cât mai mare de manageri și angajați în sensul maximizării averii acționarilor;

- dezvoltarea ideii de interes comun în companie, ajutată printr-o politică de recompensare adecvată a managementului sau a tuturor angajaților în funcție de profitul economic creat în companie;
- dezvoltarea și sprijinirea unităților economice creatoare de valoare pentru acționari, prin evaluarea și implementarea celor mai performante proiecte pentru investitori;
- realizarea unei restructurări generale. Regulile cele mai importante ale implementării unui management bazat pe valoare sunt: evitarea erorilor apărute datorită deficiențelor datelor contabile, identificarea valorii create în firmă, adoptarea unor noi strategii operaționale orientate spre investitori și, nu în ultimul rând, dezvoltarea sistemului informațional ca o componentă strategică a activității companiei.

O implementare corectă a acestor cinci factori este esențială pentru a beneficia de pe urma implementării unui management bazat pe valoare. În afara acestor determinanți, cercetătorii INSEAD au mai precizat o sumă de alți factori indispensabili în practica managementului bazat pe valoare. Un angajament de maximizare a averii acționarilor clar exprimat și un program de *training* intensiv pentru angajați de înțelegere a noii abordări manageriale sunt factori de succes în procesul inițial de implementare a managementului bazat pe valoare. Dezvoltarea programului de răsplătire a angajaților, în sensul motivării acestora să maximizeze averea acționarilor, depolitizarea planificării bugetelor și implicarea directorului general în implementarea noilor programe pot fi considerați ca factori importanți ce susțin atingerea scopului principal al managementului bazat pe valoare.

¹ INSEAD – cea mai importantă școală internațională de afaceri aflată în Franța la Fontainebleau.

Analizele financiare bazate pe valoare și tehnicile de evaluare în managementul bazat pe valoare utilizează în general un set de instrumente binecunoscute, cum sunt profitul economic (EP) sau valoarea economică adăugată (EVA), pentru determinarea celor mai rentabile proiecte și măsurarea performanțelor manageriale.

Numeroase companii de consultanță și/sau planificare financiară au dezvoltat teorii proprii în ce privește modul de implementare a noii abordări bazate pe valoare. Fiecare pretinde că are o abordare specifică a managementului valorii. Prezentăm un rezumat al unor asemenea abordări în șase companii de consultanță și planificare financiară: Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey & Co, PriceWaterhouseCoopers, L.E.K. Consulting și Holt Value Associates.

Stern Stewart & Co a fost fondată în 1982 și s-a bazat pe dezvoltarea unui management construit în jurul conceptului de valoare economică adăugată (EVA). EVA și MVA sunt, probabil, cele mai cunoscute instrumente dezvoltate de compania din New York.

Marakon Associates, creată în Stanford, era odată caracterizată ca deținând cel mai ascuns secret în consultanță. Abordarea acestei companii se bazează pe modelul lui Gordon.

McKinsey & Co oferă atât consultanță în ceea ce privește stabilirea strategiilor, cât și consultanță financiară.

PriceWaterhouseCoopers este o companie de consultanță recunoscută în toată lumea. Echipa de consultanți financiari de la PwC activează în domeniul planificării și implementării de programe manageriale, cum este managementul bazat pe valoare.

L.E.K. Consulting, creată în 1983, oferă clienților săi, răspândiți în toată lu-

mea, sfaturi manageriale strategice și suport comercial. Celebrul publicist în domeniul valorii create pentru acționari, Alfred Rappaport, a fost consultant al L.E.K. pe problema implementării conceptului de maximizare a valorii creată pentru acționari, ca scop al activității companiei.

Holt Value Associates, cu sediul central la Chicago, a dezvoltat – în cooperare cu Boston Consulting Group – CFROI. Analiza lor se bazează mai mult pe modul de evaluare al companiilor cotate pe piața de capital.

Comparând abordările celor șase firme de consultanță în ce privește implementarea unui sistem managerial bazat pe valoare s-au constatat câteva asemănări dar și unele diferențe clar evidențiate.

(i) Obiectivul companiei

Toate cele șase companii de consultanță analizate au recunoscut că obiectivul principal al activității manageriale îl reprezintă maximizarea averii acționarilor. Motivele pentru care acesta este văzut ca obiectiv absolut nu sunt însă aceleași și cu aceeași importanță pentru firmele de consultanță amintite. McKinsey & Co (Copeland ș.a., 2000), Price Waterhouse Coopers (Black ș.a., 1998), L.E.K. Consulting (Rappaport, 1998) și HOLT Value Associates (Madden, 1999) consideră că maximizarea averii acționarilor este rețeta de a prospera în afaceri. Stern Stewart & Co (Stewart, 1999) consideră că recunoașterea drepturilor de proprietate ale acționarilor reprezintă motivul principal pentru care activitatea urmărește maximizarea averii acestora. Marakon Associates (Mc Taggart ș.a., 1999) consideră că urmărirea maximizării averii acționarilor este de natură să asigure bunul mers al companiei.

(ii) Poziția față de diferite grupuri de interese

Există o poziție comună împărtășită de toate cele șase firme de consultanță în ce privește abordarea grupurilor de interese. Toate firmele amintite sunt de acord că interesele grupurilor cointerestate în activitatea companiei sunt cel mai bine servite atunci când se urmărește în primul rând maximizarea averii acționarilor.

(iii) Principalele elemente caracteristice abordărilor diferiților consultanți

Principalele elemente ale abordărilor companiilor de consultanță, cu excepția Stern Stewart & Co (Stern ș.a., 2001) și HOLT Associates (Madden, 1998), evidențiază asemănări cu componentele unui sistem managerial și sunt definite de Anthony și Govindarajan (Anthony și Govindarajan, 2001) ca fiind cultura, structura și organizarea. Pe aceste elemente se concentrează analiștii firmelor de consultanță.

(iv) Comunicarea externă

Nici una dintre cele șase firme de consultanță nu neagă importanța comunicării cu exteriorul în implementarea unui management bazat pe valoare de succes. Cu toate acestea, se pare că nu toate firmele de consultanță analizate au aceeași părere în ce privește scopul specific comunicării externe.

Stern Stewart & Co, ca și PriceWaterhouseCoopers, HOLT Value Associates și L.E.K. Consulting, urmăresc să ofere investitorilor informații de cea mai bună calitate. Price WaterhouseCoopers consideră că o bună comunicare cu investitorii este necesară pentru a fi asigurați că aceștia înțeleg strategiile și obiectivele companiei și că investitorii au încredere în capacitatea echipei manageriale de a atinge

aceste obiective. PriceWaterhouseCoopers, ca și Stern Stewart & Co, și-a dat seama de importanța comunicării externe ca instrument de marketing.

L.E.K. Consulting este preocupată de concordanța dintre așteptările pieței și planurile strategice ale companiei. Aceasta se referă la oferirea către investitori a informațiilor corecte ce caracterizează compania publicate în reviste de specialitate. Rappaport consideră că prețul de piață al acțiunii unei companii este cel mai corect indicator al așteptărilor pieței (Rappaport, 1997; Rappaport, 1998). L.E.K. Consulting acordă mare importanță în abordările lor așteptărilor pieței).

Publicarea EVA, ca principal indicator al performanței manageriale, reprezintă, după cum susțin analiștii de la Stern Stewart & Co, un instrument important de evaluare a posibilelor investiții pentru investitorii interesați de realitatea din spațiile datelor contabile. De asemenea, și G Bennett Stewart și Young și O'Byrne (Stewart, 1999; Young și O'Byrne, 2001) susțin importanța publicării EVA în comunicarea companiei cu investitorii de pe piață.

După McKinsey & Co (Copeland ș.a., 2000) companiile ar trebui să utilizeze aceeași strategie atât în ce privește comunicarea internă, cât și cea externă. Copeland sugerează un tratament asemănător acordat investitorilor, comunității, clienților și angajaților, tratându-i pe toți cu același interes și conștiinciozitate.

(v) Instrumente preferate în analiză

Există un număr mare de indicatori capabili să măsoare valoarea și performanța unei companii sau care pot să arate dacă o anumită activitate, proiect a contribuit sau nu la maximizarea averii acționarilor. Companiile de consultanță

amintite preferă indicatori de performanță diferiți în activitatea lor. Astfel:

- Stern Stewart & Co propune utilizarea în analiza afacerilor a combinației EVA (*Economic Value Added*) – MVA (*Market Value Added*). Stern, dar și Young și O’Byrne, (Stern ș.a., 2001; Young și O’Byrne, 2001) definesc EVA ca fiind indicator de primă importanță al valorii create pentru acționari;
- În abordarea L.E.K. Consulting, SVA (*Shareholder Value Added*) este considerat indicatorul de primă importanță, urmărit atât la nivel decizional, cât și operativ. L.E.K. Consulting consideră ca alternative viabile la utilizarea SVA, ca principal indicator al valorii create pentru acționari în managementul bazat pe valoare, alte două mărimi, și anume EVA modificat și venitul rezidual modificat. Analistii de la L.E.K. Consulting și-au dat seama că indicatorii amintiți, calculați la nivel global, nu sunt destul de reprezentativi pentru fiecare nivel managerial și, din acest motiv, recomandă companiilor să se concentreze asupra determinantilor valorii create pe diferite niveluri decizionale și operaționale.
- Indicatorii de performanță preferați de Marakon Associates (Mc Taggart ș.a., 1994) sunt diferența câștig așteptat – costul capitalului utilizat, aplicată la nivelul companiei, și profitul economic, pentru a exprima performanța companiei per ansamblu, dar și a părților sale componente. Mc Taggart susține că un avantaj al utilizării profitului economic în evaluarea performanțelor companiei este dat de faptul că acesta este un instrument ușor de înțeles de către toți managerii indife-

rent dacă sunt sau nu manageri financiari.

- McKinsey & Co (Copeland ș.a., 2000) consideră că utilizarea profitului economic și modelul fluxurilor de numerar actualizate sunt cele mai potrivite abordări în măsurarea performanțelor companiei în managementul bazat pe valoare. Profitul economic măsoară performanța realizată pe parcursul unui ciclu economic, în schimb modelul fluxurilor de numerar actualizate ia în calcul efectele proiectului investițional pe toată perioada lui de viață normată.
- PriceWaterhouseCoopers recomandă utilizarea modelului fluxurilor de numerar libere, acelea negrevate de nici o obligație și rămase la dispoziția investitorilor. Acest model face legătura între țintele strategice și cele operaționale ale companiei, pe de o parte, și obiectivul principal, maximizarea averii acționarilor, pe de altă parte.

(vi) *Deciziile de investire și alocare a resurselor*

Strâns legată de procesul de implementare a strategiei firmei este problema deciziei de investire și alocare a resurselor. În ceea ce privește deciziile de investire și de dezvoltare a afacerii, Stern Stewart & Co (Stewart, 1999; Ehrbar, 1998) propune în principal utilizarea EVA pentru luarea celor mai bune decizii și pentru o cât mai eficientă alocare a resurselor. Comparând valorile EVA ale diferitelor proiecte, managerii au posibilitatea de a identifica variantele mai puțin performante și de a căuta să le îmbunătățească.

Politica Marakon Associates (Mc Taggart ș.a., 1994) în ce privește decizia de alocare a resurselor se bazează pe

ideea că resursele de capital sunt alocate proiectelor și nu între ele. Fiecare proiect trebuie să obțină atâta capital cât are nevoie pentru a atinge obiectivele propuse inițial, conform strategiei adoptate. Marakon Associates și PriceWaterhouseCoopers (Black ș.a., 1998) susțin că ar trebui implementate doar acele decizii de investire care sunt în concordanță cu strategia companiei și urmăresc obiectivul asumat de maximizare a averii acționarilor.

McKinsey & Co (Copeland ș.a., 2000) recomandă două tehnici de evaluare a posibilităților investiției: metoda tradițională a fluxurilor de numerar generate actualizate și opțiunile reale. Copeland menționează faptul că în cazul investițiilor cu un risc ridicat este mai potrivită a doua metodă.

Abordarea L.E.K. Consulting în privința deciziilor de investire și alocării resurselor urmărește ideile Marakon Associates, PriceWaterhouseCoopers și McKinsey & Co. Această abordare presupune că managerii trebuie să evalueze potențialul creator de valoare al fiecărei alternative investiționale înainte de a lua decizia de investire.

(vii) Fuziunile și preluările de firme

Cum fuziunile și preluările sunt considerate ca fiind un tip specific de investiții, nu este deloc surprinzător să constatăm că abordările firmelor de consultanță în această problemă nu diferă de abordarea deciziilor de investire. Stern Stewart & Co și HOLT Value Associates acordă mare atenție în această problemă a preluărilor și fuziunilor indicatorilor de performanță menționați ca fiind preferați în evaluarea proiectelor investiționale. Modelul EVA (*Economic Value Added*) este cel pe care se pune baza în cazul analizelor și evaluărilor celor de la Stern Stewart & Co (Stewart, 1999; Stern ș.a.,

2001; Ehrbar, 1998). Ehrbar (Ehrbar, 1998) menționează că EVA este un indicator performant în planificarea strategică și luarea deciziilor de investire, inclusiv în cazul analizei unei eventuale preluări sau fuziuni. El afirmă că evaluarea unui proiect de achiziție se face prin măsurarea contribuției posibilei achiziții la creșterea EVA a companiei. Stern susține afirmația lui Ehrbar, dar menționează că o evaluare după EVA nu ia în calcul implicațiile non-financiare ale achiziției. Această problemă poate fi surmontată dacă cei care iau deciziile de investire au în vedere și implicațiile strategice ale viitoarei achiziții.

HOLT Value Associates susține utilizarea modelului CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) în evaluarea tuturor proiectelor de investiții. Analistii de la HOLT Value Associates consideră că modelul CFROI este cel mai potrivit pentru determinarea prețului viitoarei achiziții.

Marakon Associates (McTaggart ș.a., 1994) încurajează companiile să-și dezvolte propria strategie în domeniul achizițiilor. Această strategie îi va ghida pe manageri spre acele achiziții care vor aduce creșteri de valoare în compania lor, chiar dacă pentru vechii proprietari proiectul nu era la fel de performant.

Analistii de la McKinsey & Co (Copeland ș.a., 2000) au dezvoltat un plan bine structurat al procesului de luare a deciziilor de preluare și fuziune. Acest plan a fost construit pe baza experiențelor diferitelor firme care au cunoscut succese sau chiar insuccese în urma unor preluări și fuziuni. Planul de achiziții al celor de la McKinsey ia în seamă atât determinanții unei achiziții de succes, cât și pe cei ai uneia ce duce la distrugerea averii acționarilor. Un astfel de plan este structurat

pe cinci etape; prima fază este perioada de pre-achiziție, în care este evaluată propria companie și sectoarele în care activează. Acest pas este urmat de căutarea și identificarea posibilelor achiziții. Pasul trei constă în evaluarea candidaților cu potențial creator de valoare ridicat. Urmează faza de negociere și încheiere a contractului după care procesul se încheie cu urmărirea atentă a integrării post achiziție.

Nu numai McKinsey & Co și L.E.K. Consulting, dar și PriceWaterhouseCoopers (Black ș.a., 1998) atrag atenția asupra importanței evaluării posibilei achiziții și consecințelor acesteia. Price WaterhouseCoopers a dezvoltat chiar un model de abordare a unui proiect de achiziție. Acest model se bazează pe ideea maximizării averii acționarilor de către orice proiect implementat.

(viii) Stabilirea Țintelor strategice

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

Partenerii firmei Marakon Associates (McTaggart ș.a., 1994) sunt convinși de importanța unui plan de ordonare a Țintelor strategice. Aceștia consideră că cea mai reușită cale de a stabili acele Ținte strategice care să maximizeze profitul economic pe termen lung constă în acordarea de libertate filialelor, unităților investiționale să detecteze singure cea mai bună alternativă strategică în concor-

danță cu obiectivele firmei mamă.

Profesioniștii de la McKinsey consideră că discuțiile și negocierile dintre diferite niveluri organizaționale în companie reprezintă un instrument valoros pentru manageri de a câștiga experiență și cunoștințe despre activitățile companiei. Acest mecanism are o influență pozitivă în construirea unui punct de vedere comun al managerilor în privința Țintelor activității companiei.

Maximizarea averii acționarilor nu reprezintă numai baza de referință a performanței unui sistem managerial susținut de PriceWaterhouseCoopers (Black ș.a., 1998), ci joacă, în același timp, și rolul principal în stabilirea Țintelor strategice. Black susține că aceste Ținte ar trebui să constea în niveluri urmărite ale prețului acțiunilor companiei pe piață. Țintele globale stabilite de către vârfurile conducerii trebuie traduse și adaptate pentru niveluri administrative și operaționale inferioare ca putere de decizie în companie. Ideea adoptării Țintelor strategice trasate de conducerea companiei pe nivelurile subordonate deciziei de la vârf este susținută și de HOLT Value Associates și L.E.K. Consulting. Ținte bazate pe mărimi determinate ale CFROI caracterizează abordarea L.E.K. Consulting. Din moment ce a crea valoare pentru acționari, în abordarea L.E.K. Consulting, înseamnă a depăși așteptările pieței, atunci este vital pentru management să insereze și să țină cont de aceste așteptări în procesul de stabilire a Țintelor strategice.

Concluzii

Managementul bazat pe valoare poate fi definit ca fiind un sistem managerial de control care măsoară, încurajează și spri-

jină crearea de valoare în companie. Se pare că crearea de valoare în companie și maximizarea averii acționarilor sunt teme tot mai des întâlnite în discuțiile din domeniul managementului financiar în zilele noastre, atât în practică cât și în mediul academic. Se consideră că implementarea unui management bazat pe valoare în firmă reduce riscul apariției unor conflicte de interese între proprietari și celelalte grupuri cointerestate în activitatea companiei. În plus, ca nouă filozofie managerială, managementul bazat pe valoare înlătură și, totodată, evită erorile sistemului managerial bazat pe evaluarea datelor contabile.

Ideea de bază a maximizării valorii companiei și implicit a averii acționarilor este aceea că managerii trebuie să selecteze și să implementeze acele proiecte de investiții care pot să genereze o rată a rentabilității mai mare decât costul capitalului investit. Implementarea unui management bazat pe valoare îi învață pe manageri să eficientizeze procesul de alocare a resurselor, astfel încât acestea să fie repartizate către acele activități care se dovedesc performante și creează valoare pentru acționari. Atragerea de capital în companie presupune un anumit cost suportat de aceasta. Raritatea resurselor este proprietatea care sprijină ideea existenței unui cost al capitalului utilizat. Astfel, prin activitatea sa, compania trebuie să genereze câștiguri care să acopere cel puțin câștigurile cerute de investitori pentru punerea la dispoziția firmei a capitalului lor. Aceste câștiguri cerute de investitori reprezintă costul pe care compania trebuie să-l plătească pentru utilizarea capitalului.

Managementul bazat pe valoare propune un set de instrumente și indicatori specifici de măsurare a performanței manageriale. Am grupat acești indicatori de

performanță bazați pe valoare în două clase. Prima cuprinde acei indicatori construiți pe baza informațiilor furnizate de piața de capital; acești indicatori fiind specifici companiilor deschise. A doua clasă de indicatori se referă la cei care utilizează datele din interiorul companiei și se construiesc, în special, pentru companiile închise. Am încercat să analizăm principalii indicatori, ca importanță în practică, promovați de noua filozofie managerială. Astfel, am inclus în prima grupă câștigul total al acționarului (TSR – *Total Shareholder Return*), valoarea adăugată de piață (MVA – *Market Value Added*) și raportul valoare de piață – valoare contabilă (MBR – *Market to Book Ratio*). În special în cazul primilor doi indicatori, pentru a-i calcula, avem nevoie doar de informațiile oferite de piață. O analiză mai complexă a companiei, cum ar fi evaluarea unităților investiționale, filialelor sau diferitelor divizii autonome, impune analiza unor indicatori construiți pe baza informațiilor interne, care nu sunt furnizate de piața de capital. În această categorie am inclus principalii indicatori de evaluare a companiilor închise precum valoarea adăugată economică (EVA – *Economic Value Added*), profitul economic (Economic Profit), câștigul exprimat în fluxuri de numerar per investiție (CFROI – *Cash Flow Return on Investment*) și valoarea adăugată acționarilor (SVA – *Shareholder Value Added*).

Valoarea adăugată economică (EVA) este de departe cel mai popular indicator al performanței manageriale. Acesta este văzut ca un instrument relativ simplu de înțeles și ușor de aplicat, dar, în același timp, cu un potențial semantic uriaș într-o analiză financiară riguroasă. Asemănările sale cu valoarea adăugată de piață (MVA) și capacitatea EVA de a îndruma mana-

gementul în atingerea obiectivelor propuse l-a făcut mai popular și mai utilizat de tot mai multe companii. Simpatia multora pentru EVA nu trebuie să diminueze importanța limitelor cu care acest indicator se confruntă. Spre exemplu EVA nu ia în calcul inflația, iar despre corelația sa cu valoarea adăugată de piață (MVA) am observat, din date empirice, că nu este una stabilă și nu poate fi luată ca bază a unei evaluări riguroase.

Câștigul exprimat în fluxuri de numerar per investiție (CFROI – *Cash Flow Return on Investment*) este perceput ca un indicator deosebit de important atât în procesul decizional managerial, cât și în evaluarea analiștilor financiari. Cum, dintr-un anumit punct de vedere, este văzut ca un indicator al performanței per ansamblu a companiei, CFROI este descris ca un indicator financiar destul de complex. Atunci când este înțeles ca rată internă de rentabilitate pentru întreaga companie, CFROI se compară cu costul capitalului utilizat, diferența dintre ele se înmulțește cu mărimea capitalului investit obținându-se un venit rezidual pe care specialiștii de la Boston Consulting Group l-au numit valoarea adăugată în numerar (CVA – *Cash Value Added*).

Valoarea adăugată pentru acționari (SVA – *Shareholder Value Added*) a fost pentru prima dată definită de Alfred Rappaport, care a sprijinit enorm dezvoltarea și popularitatea noii filozofii manageriale bazate pe valoare prin transformarea valorii adăugate pentru acționari (SVA) într-un model de urmat pentru companiile ce au ca obiectiv maximizarea averii acționarilor.

Analiștii financiari (Copeland ș.a., 2000) au ajuns la concluzia că nu există, deocamdată, indicatori perfecți (compleți) pentru a exprima performanța manageri-

ală. Am încercat să analizăm abordările a șase firme internaționale de consultanță și planificare financiară în încercarea lor de a promova managementul bazat pe valoare ca nouă filozofie managerială ce sprijină obținerea de performanțe superioare în comparație cu abordarea tradițională bazată pe venituri. Cele șase firme de consultanță sunt: Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey & Co, Price WaterhouseCoopers, L.E.K. Consulting și HOLT Value Associates. Compararea abordărilor celor șase companii de consultanță au scos la iveală atât asemănări, cât și diferențieri între acestea.

În ceea ce privește principalul obiectiv al unui management bazat pe valoare, cele șase companii de consultanță au căzut de acord că acesta este maximizarea averii acționarilor. Tot acest obiectiv reprezintă pentru toate cele șase companii și punctul de plecare în cazul evaluării performanțelor manageriale. Aceeași unanimitate se întrunește cu privire la susținerea ideii că interesele grupurilor cointeresate sunt cel mai bine slujite atunci când activitatea se concentrează pe crearea de valoare pentru acționari. În ceea ce privește premisele maximizării averii acționarilor, există câteva necorelări; în timp ce Marakon Associates, Stern Stewart & Co, LEK Consulting și HOLT Value Associates se referă în principal la construirea unor strategii adecvate în acest sens, McKinsey & Co pune accentul pe instrumentele manageriale ca fundament al implementării managementului bazat pe valoare, iar PriceWaterhouseCoopers se concentrează, înainte de toate, asupra culturii organizaționale.

În abordarea HOLT Value Associates managementul bazat pe valoare este în primul rând un sistem de evaluare a performanțelor companiei; Marakon Associ-

ates, McKinsey & Co și PriceWaterhouse Coopers iau în considerare, ca fiind definiții pentru noua filozofie managerială, trei elemente: cultura, structura și sistemul. LEK Consulting și-a format propria abordare în ceea ce privește managementul bazat pe valoare fundamentată, predominant, pe cultură și organizare. Nici una dintre firmele de consultanță nu neagă importanța comunicării externe, în principal cea cu comunitatea de investitori.

Din moment ce noua filozofie managerială propune instrumente și indicatori de performanță care și-au dovedit capacitatea de a oferi beneficii celor care le utilizează, toate companiile de consultanță oferă spre implementare seturi de instrumente specifice. Fără îndoială, Stern Stewart & Co este renumită pentru dezvoltarea și promovarea conceptelor de valoare economică adăugată (EVA) și valoare adăugată de piață (MVA). Marakon Associates promovează profitul economic (EP). McKinsey promovează, de asemenea, profitul economic ca indicator al performanței pe o singură perioadă (un an) și propune fluxurile de numerar actualizate ca indicator de evaluare a performanței obținute de-a lungul mai multor ani. LEK Consulting, spre deosebire de celelalte companii de consultanță financiară, își exprimă preferința pentru valoarea adăugată pentru acționari (SVA). HOLT Value Associates este compania care s-a făcut cunoscută prin promovarea câștigului exprimat în fluxuri de numerar per investiție (CFROI). PriceWaterhouseCoopers pare să susțină utilizarea mai multor indicatori, dar prezintă o afinitate pentru câștigul exprimat în fluxuri de numerar per investiție (CFROI) și valoarea adăugată pentru acționari (SVA).

Majoritatea firmelor de consultanță

promovează spre implementare modele specifice ale fluxurilor de numerar actualizate atât în procesul decizional legat de evaluarea și selectarea proiectelor investiționale, cât și în programul de alocare a resurselor.

Firmele de consultanță susțin la unison impactul pozitiv al implementării managementului bazat pe valoare asupra colaborării. O implementare de succes a noii filozofii manageriale constituie premisele încurajării tuturor celor implicați în companie să colaboreze pentru obținerea unui obiectiv comun și să-și alinieze comportamentul cu interesele acționarilor.

Unele dintre cele mai importante elemente ale substanței managementului bazat pe valoare sunt performanța managerială și stabilirea ȳintelor strategice. Abordările celor șase companii nu sunt foarte asemănătoare, dar nici nu diferă foarte mult. Nici unul dintre consultanți nu propune în mod clar un model de urmat în vederea obținerii de performanță managerială, dar toți descriu elemente esențiale și principii generale. În ceea ce privește stabilirea ȳintelor unei companii, Stern Stewart și HOLT Value Associates s-au remarcat prin stabilirea ca ȳinte strategice a unor mărimi determinate, în prealabil, ale EVA și CFROI.

Analize și studii de specialitate au demonstrat că diferențele dintre diferitele sisteme manageriale bazate pe valoare, implementate în tot atȳtea companii distincte, au la bază diversele principii și credinȳe după care se ghidează fiecare companie în parte. Este clar acum de ce fiecare dintre firmele de consultanță, mai puțin HOLT Value Associates, acordă o deosebită atenție construcȳiei unei culturi organizaȳionale în concordanță cu principiile unui management bazat pe valoare. Nu este de mirare cȳ majoritatea firmelor

de consultanță și-au dezvoltat propriul program de pregătire și educare a personalului companiilor în vederea adoptării unui cult al valorii. Substanța programelor de pregătire diferă de la consultant la consultant.

Un program bine construit de pregătire și educare nu este considerat a fi singurul determinant al unei implementări de succes a managementului bazat pe valoare. Fiecare firmă de consultanță recomandă o implicare activă a top-managementului în implementarea noii filozofii manageriale și chiar mandatarea unei echipe de implementare formată din specialiști în acest sens.

Următoarele beneficii aduse de managementul bazat pe valoare demonstrează în mod clar de ce noua filozofie managerială este de departe cel mai puternic sistem managerial în economia modernă:

- maximizează valoarea creată pentru acționari;
- mărește transparența companiilor;

- sprijină companiile să depășească obstacolele impuse de dereglementarea piețelor și globalizarea lor;
- împacă interesele managerilor cu cele ale acționarilor și ale altor grupuri de interese;
- înlesnește comunicarea cu investitorii, analiștii financiari și grupurile de interese;
- consolidează comunicarea internă;
- împiedică subevaluarea acțiunilor;
- stabilește prioritățile manageriale;
- îmbunătățește procesul luării deciziilor;
- încurajează investițiile creatoare de valoare;
- eficientizează procesul alocării resurselor;
- eficientizează planificarea bugetară;
- ajută la identificarea celor mai potrivite ținte strategice;
- împiedică preluările ostile;
- ajută companiile să lucreze eficient în condiții de risc ridicat.

Bibliografie

- Ameels, Anne; Bruggeman, W.; Scheipers, G., 'Value-Based Management. Control Processes To Create Value Through Integration. A Literature Review', Vlerick Leuven Gent – Management School, 2002.
- Anthony, R.; Govindarajan, V., 'Management Control Systems', Chicago, Mc Graw-Hill Irwin, International Edition, 2001.
- Arnold, Glen, 'Corporate Financial Management', London, Financial Times / Prentice Hall, 2003, 2nd edition.
- Black, A.; Wright, P.; Bachman, J., 'In Search of Shareholder Value', London,

- Pitman Publishing, 1998.
- Boston Consultig Group, *Shareholder Value Metrics*, 1996.
- Boulos, F.; Haspeslagh, P.; Noda, T., *Getting the Value Out of Value-Based Management*, INSEAD survey, 2001.
- Copeland, T.E.; Koller, T.M.; Murrin, J., 'Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies', New York, John Wiley & Sons, 2000, Third Edition.
- Ehrbar, A., 'EVA – The Real Key to Creating Wealth', New York, John Wiley & Sons, 1998, First Edition.
- Fernandez, Pablo, *A Definition of Shareholder Value Creation*, Madrid, IESE Business School, 2001.

- Fernandez, Pablo, EVA, *Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*, Research Division IESE, University of Navarra, Barcelona, 2002.
- Halpern, P.; Weston, F.; Brigham, E., 'Finanțe manageriale. Modelul canadian', București, Editura Economică, 1998.
- KPMG consulting, *Value Based Management The Growing Importance of Shareholder Value in Europe*, 1999.
- McTaggart, J.M.; Kontes, P.W.; Mankins, M., 'The Value Imperative', New York, The Free Press, 1994.
- Madden, B.J.; 'CFROI Valuation (Cash Flow Return On Investment, A Total System Approach To Valuing The Firm)', Great Britain, Butterworth-Heinemann Finance, 1999.
- PriceWater HouseCoopers, *Inside the Mind of the CEO in Belgium*, 2000.
- Rappaport, A., 'Creating Shareholder Value', New York, The Free Press, 1986.
- Rappaport, A., 'Creating Shareholder Value.', New York, The Free Press, 1998.
- Reimann, B.C., *Managing for Value A Guide to Value-Based Strategic Management*, The Planning Forum, 1987.
- Stern, J.M.; Shiely, J.S.; Rossi, I., 'The EVA Challenge Implementing Value-added Change in an Organization', New York, John Wiley & Sons Inc., 2001.
- Stewart, Stern & Co, 'The Quest for Value. The EVA Management Guide', Harper Business, 1991.
- Stewart, G.B., 'The Quest for Value', Boston, Harper Business, 1999.
- Young, D.S.; O'Byrne, S.F., 'EVA and Value-Based Management A Practical Guide to Implementation', Mc Graw-Hill, 2001.
- *** 'Fortune', *The Real Key to Creating Wealth*, 20 September 1993.
- *** <http://econpapers.hhs.se/scripts/search>
- *** <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0448-E.pdf>
- *** <http://www.fpm.com/script/uk>
- *** <http://www.eva.com>
- *** <http://www.buffettsecrets.com>
- *** <http://www.valuebasedmanagement.net>
- *** http://www.business.com/directory/financial_services
- *** <http://swopec.hhs.se>
- *** <http://www.insead.edu/>
- *** <http://specials.ft.com/europeperformance/index.html>
- *** <http://www.sunday-times.co.uk/news/pages/sti/2000/09/24/stibusnws.01010.html>