

VADIM DUMITRAȘCU
ROXANA ARABELA DUMITRAȘCU

DIAGNOSTIC FINANCIAR ȘI EVALUARE

Repere conceptuale, modele și tehnici



EDITURA UNIVERSITARĂ
București, 2015

CUPRINS

Introducere	9
--------------------------	----------

Capitolul 1

Diagnosticul și evaluarea ca fundamente ale strategiei financiare a firmei

1.1. Conținutul strategiei financiare a firmei	11
1.2. Stabilirea obiectivelor financiare pe termen lung	14
1.3. Tipologia modelelor de strategie financiară la nivel de firmă	19
1.4. Aplicație rezolvată	35

Capitolul 2

Diagnosticul procesului de creare a valorii economice adăugate

2.1. Determinantele procesului de creare a valorii economice adăugate .	38
2.2. Sensibilitatea rezultatului exploataării în raport cu variațiile dimensiunii activului economic	41
2.3. Posibilități de intensificare a creării valorii economice adăugate	43
2.3. Aplicație rezolvată	45

Capitolul 3

Complexitatea noțiunii de cash-flow

3.1. Relația dintre rezultatele economice și trezoreria firmei	49
3.2. Dimensiunea conceptului de cash-flow	52
3.3. Cash-flow-ul ca sinteză a echilibrului financiar al firmei	56
3.4. Abordarea cash-flow-ului în funcție de destinații	59
3.5. Aplicații rezolvate	61

Capitolul 4
Performanța financiară între rentabilitate și cash-flow

4.1. Relevanța rentabilității ca măsură a performanței financiare a firmei	67
4.2. Capacitatea de autofinanțare ca formă a rentabilității	71
4.3. Sensibilitatea autofinanțării în raport cu variația volumului de activitate a firmei	74
4.4. Aplicații rezolvate	78

Capitolul 5
Factorii determinanți ai valorii firmei

5.1. Sursele valorii firmei	85
5.2. Abordarea valorii firmei pe baza cash-flow-ului	86
5.3. Valoarea firmei și investițiile	91

Capitolul 6
Diagnosticul viabilității financiare a firmei

6.1. Condițiile viabilității financiare a firmei	95
6.2. Determinarea și semnificațiile coeficientului de sensibilitate globală a trezoreriei	98
6.3. Relația dintre viabilitatea financiară și valoarea firmei	100

Capitolul 7
Diagnosticul integrat al eficienței economice a firmei

7.1. Eficiența economică a firmei dintr-o perspectivă integrată	103
7.2. Diagnosticul eficienței pe baza tabloului „Efecte – Eforturi”	104
7.3. Indicatori de eficiență economică	106

Capitolul 8
Metode patrimoniale (contabile) de evaluare a firmei

8.1. Raportul valoare-preț	108
8.2. Factori specifici de dimensionare a valorii firmei	110
8.3. Activul net contabil (ANC)	113
8.4. Activul net contabil corectat (ANCC)	114

8.5. Valorile substanțiale (brută, redusă, netă) ale firmei	121
8.6. Capitalurile permanente necesare exploatării	122
8.7. Aplicație rezolvată	123

Capitolul 9

Metode de evaluare prin rentabilitate

9.1. Fundamentele evaluării prin rentabilitate a firmelor	128
9.2. Tipuri de valori de rentabilitate ale firmei	131
9.3. Stabilirea valorii firmei prin actualizarea cash-flow-urilor	133
9.4. Aplicații rezolvate	143

Capitolul 10

Metode hibride de evaluare. Evaluarea firmei prin goodwill

10.1. Semnificațiile conceptului de goodwill al firmei	155
10.2. Evaluarea prin goodwill: modele, tehnici și metode	157
10.3. Tehnici combinate de evaluare a firmelor	160
10.4. Tehnici și metode particulare de evaluare a firmelor	162
10.5. Selectarea metodei de evaluare a firmei	164
10.4. Aplicații rezolvate	166

Capitolul 11

Evaluarea firmelor în dificultate

11.1. Semnificația și simptomatologia dificultăților financiare a firmei	169
11.2. Condiții și implicații financiare ale restructurării firmei	171
11.3. Supravegherea și diagnosticul procesului de redresarea firmei în dificultate	175
11.4. Orientări privind strategiile de redresare a firmelor în dificultate .	180
11.5. Tehnici de stabilire a valorii firmelor în dificultate	184
11.6. Specificul evaluării activităților viabile și deficitare	191
11.7. Aplicație rezolvată	196

Capitolul 12

Considerații privind valoarea strategică a firmei

12.1. Formarea valorii strategice a firmei	189
12.2. Activele intangibile și poziționarea strategică a firmei	203

Capitolul 13

Evaluarea capitalului intelectual (intangibil)

13.1. Capitalul intelectual (intangibil): semnificație, factori, implicații .	208
13.2. Componentele capitalului intelectual al firmei	211
13.3. Măsurarea (metrica) capitalului intelectual	214
13.4. Modele calitative ale capitalului intelectual al firmei	220
13.5. Modele cantitative ale capitalului intelectual al firmei	225
13.6. Aplicație rezolvată	229

Capitolul 14

Previziuni financiare în condiții de incertitudine

14.1. Model de evaluare financiară a capitalului de reputație a firmei ...	239
14.2. Utilizarea intervalelor de certitudine pentru calculul previzional al reputației	246
14.3. Estimări previzionale prin tehnici fuzzy	251
Bibliografie	256

INTRODUCERE

Această carte abordează problemele complexe ale teoriei și practicii moderne în domeniul diagnosticului financiar și evaluării afacerilor. Incontestabil, cele mai multe dintre conceptele și instrumentele utilizate în analiză nu sunt noi pentru un cititor avizat. Ceea ce diferențiază această lucrare de altele este accentual pus pe ideea că valoarea firmei apare ca rezultată a modelului de afaceri, a structurii și proceselor de exploatare, a relațiilor firmei cu mediul economic. Am încercat să fundamentăm o concepție originală privind valoarea firmei. Dorința noastră a fost să evidențiem legătura dintre instrumentele de diagnostic / evaluare și obiectivul de redresare a firmelor – componentă fundamentală a strategiilor anti-criză. Pe baza acestei abordări intenționăm să identificăm relațiile de cauzalitate care se formează între eficiența funcționării firmei și valoarea sa. Matricea paradigmatică în care s-au înscris raționamentele noastre se alimentează direct din obiectivul major al managementului financiar și anume maximizarea valorii de piață a afacerii. Aceasta întrucât misiunea unei afaceri este să creeze valoare economică. Redresarea firmelor trebuie subordonată acestui deziderat.

Sperăm că pentru cititori nu va fi prea greu să găsească subiecte preferate ale analizei eficienței, valorii și modalităților de redresare a firmei: cash-flow-ul, capacitatea de autofinanțare, goodwill-ul etc. În lucrarea de față am încercat să inspirăm viață acestor concepte financiare, abordându-le contextual și urmărind cu atenție conexiunile și interdependențele cu alte aspecte semnificative ale funcționării afacerii. Cifrele dobândesc sens și relevanță numai dacă sunt interpretate în corelație cu realitatea multireferențială și multidimensională a firmei.

Profunde schimbări structurale survenite în economia mondială precum și în cea națională – globalizarea, dematerializarea, criza, etc. – ne îndeamnă să privim critic nu numai practicile manageriale de pe diferite nivele organizatorice ale economicului, ci și eșafodajul teoretic care le-a inspirat. „Decorporalizarea“ proce-

selor și valorii economice exercită efecte deosebit de presante în sensul reexaminării conceptelor și modelelor teoretice din majoritatea științelor gestiunii. Managementul financiar al întreprinderii nu numai că nu reprezintă o excepție, ci, dimpotrivă, se situează în avangarda acestei înnoiri conceptuale, întrucât este domeniul care și-a asumat misiunea de a răspunde la câteva întrebări fundamentale: Ce reprezintă în prezent valoarea economică și, în consecință, valoarea afacerii (întreprinderii)?; Care sunt principalii factori (inductori) ai valorii afacerii?; Care sunt mijloacele de stimulare a creșterii valorii afacerii? Desigur, problematica managementului financiar este mult mai complexă, însă trebuie să recunoaștem că celelalte preocupări sunt, în mod direct sau indirect, doar niște derivate subordonate acestor trei aspecte cruciale, iar dematerializarea economicului ne obligă să revizuiim, uneori chiar radical, opticile tradiționale asupra lor. Interesul pentru studiul goodwill-ului ca instrument de diagnosticare, evaluare și restructurare a afacerilor este generat și se înscrie în zona acestor preocupări: este tot mai pregnant faptul că o parte tot mai mare din valoarea firmelor moderne este de natură intangibilă, goodwill-ul reprezentând aproximarea financiară globală a capitalului intangibil deținut de întreprinderi.

Autorii

CAPITOLUL 1

DIAGNOSTICUL ȘI EVALUAREA CA FUNDAMENTE ALE STRATEGIEI FINANCIARE A FIRMEI

1.1. Conținutul strategiei financiare a firmei

Dimensiunea strategică a managementului este responsabilă pentru asigurarea, în condiții de eficiență și echilibru, a evoluției pe termen lung a firmei. În această ipostază, strategia generală de afaceri are misiunea de a dota firma cu avantaje competitive care să-i permită acesteia să obțină poziții de piață solide și durabile și, în consecință, performanțe financiare superioare nivelului mediu din sectorul în care firma își desfășoară activitatea. Strategia financiară este concepută și articulată astfel încât, prin măsurile și deciziile pe care le înglobează, să furnizeze suportul financiar în vederea promovării cu succes a strategiei generale de afaceri a firmei. În concret, strategia de afaceri urmărește să asigure acea combinație de plasamente (investiții), pe de o parte, și finanțări (structură financiară), pe de altă parte, care să faciliteze maximizarea valorii economice create de firmă. Prin impactul lor, măsurile prevăzute de strategia financiară afectează în mod semnificativ și durabil principalele structuri patrimoniale ale firmei, atât de activ, cât și de pasiv. În acest scop, arbitrajul corect între multitudinea de obiective financiare posibile ale firmei este absolut necesar. Astfel, coerența obiectivelor financiare pe care și le-a propus firma este o condiție fundamentală. Alegerea obiectivelor financiare, eșalonarea lor în timp și elaborarea unor seturi de acțiuni care să le susțină reprezintă, în esență, conținutul strategiei financiare la nivel de firmă.

Strategia financiară reprezintă una dintre strategiile funcționale ale întreprinderii și, în această ipostază, constituie un element esențial al strategiei globale de afaceri. O strategie funcțională înglobează

totalitatea direcțiilor de activitate ce corespund, în mod durabil și sistematic, unui sector specializat sau funcții a întreprinderii - finanțe, marketing, producție, cercetare-dezvoltare, resurse umane etc.

Strategia globală de afaceri este formulată pe baza misiunii întreprinderii, ca apoi să fie detaliată cu ajutorul unor strategii funcționale corespunzătoare diferitelor sectoare specializate. Așadar, o strategie funcțională precizează contribuția fiecărei funcții a întreprinderii la realizarea strategiei globale.

Strategia financiară, ca strategie funcțională, este subordonată unor obiective strategice bine definite. Astfel, obiectivul financiar fundamental îl constituie maximizarea valorii de piață a întreprinderii, proces echivalent cu creșterea avuției proprietarilor. Acest obiectiv financiar general implică următoarele obiective strategice derivate:

- 1) Realizarea unor investiții care să asigure creșterea capacității beneficiare a întreprinderii pe termen lung. Aceasta înseamnă că strategia financiară va urmări, cu ajutorul unui plan multianual de investiții, constituirea unei structuri patrimoniale cât mai competitive și valorificarea cât mai eficace a acestui patrimoniu astfel încât să asigure performanțe economico-financiare de calitate și la un nivel superior.
- 2) Menținerea și consolidarea echilibrului financiar pe termen lung printr-o corelare corespunzătoare a nevoilor cu resursele financiare durabile ale întreprinderii. Consecința directă a echilibrului financiar pe termen lung este solvabilitatea întreprinderii.
- 3) Controlul adecvat al riscurilor financiare asociate evoluției pe termen lung a întreprinderii.

Se observă că obiectivele strategice menționate sunt doar parțial și numai în anumite condiții compatibile. Astfel, relația pozitivă existentă între rentabilitate (maximizarea performanțelor) și mărirea riscului este bine cunoscută în practica și teoria economică: de regulă, cu cât mai înalt este nivelul rentabilității pretins de o întreprindere, cu atât mai importante sunt și riscurile specifice pe care aceasta trebuie să și le asume. Cu alte cuvinte, creșterea rentabilității are loc, în mod normal, prin acumulare de riscuri.

Însă cele mai numeroase și serioase divergențe se poziționează la nivelul relației dintre maximizarea rentabilității și întărirea echilibrului financiar. Cauza majoră a acestor divergențe poate fi pusă

în seama faptului că întotdeauna rentabilitatea întreprinderii este numai parțial „lichidă“, adică performanțele financiare nu se concretizează automat și imediat în fluxuri de lichidități (cash-flow). Adesea, întreprinderea, pentru a-și spori rentabilitatea (performanțele), consumă resurse financiare în scopul creării de active economice, care încep să genereze lichidități nu imediat, ci decalat. Concluzia generală este că promovarea unei strategii financiare reprezintă un arbitraj complicat și subtil între obiective financiare frecvent conflictuale.

Strategiei financiare îi pot fi asociate, de regulă, două arii decizionale majore:

- deciziile de investiție;
- deciziile de finanțare pe termen lung.

Există, de asemenea, păreri argumentate că un al treilea domeniu decizional specific strategiei financiare ar fi deciziile privind repartizarea rezultatului exercițiului.

Într-o manieră concludivă putem afirma că strategia financiară a întreprinderii poate fi privită ca un sistem de criterii decizionale și opțiuni pe baza cărora sunt precizate condițiile financiare ale adaptării întreprinderii la mediul concurențial. În același timp, elementele prezentate ne îndreptățesc să apreciem că posibilitățile de adaptare de care dispune întreprinderea sunt determinate de structura activului său și de capacitatea de îndatorare, care, la rândul său, este influențată de structura pasivului. În tab. 1 sunt expuse principalele corelații activ-pasiv și efectele pe care le exercită asupra lor deciziile financiare strategice.

Efectele deciziilor financiare strategice

Tab.1

<i>Elemente de activ</i>	<i>Efectele deciziilor strategice</i>	<i>Elemente de pasiv</i>
Activ economic	Volum (economii de scară)	Capital financiar
Lichiditate	Structură financiară	Exigibilitate
Mobilitate/divizibilitate	Flexibilitate financiară	Capacitate de îndatorare
Riscuri de exploatare	Minimizarea riscului	Riscuri financiare
Rentabilitatea activului	Rentabilitate diferențială	Costul finanțării

În termeni strict tehnici, misiunea strategiei financiare a întreprinderii constă în a construi și modela acele structuri de activ și

de pasiv care vor fi capabile să îmbunătățească cât mai mult, în condiții strategice determinate, efectele menționate.

Așadar, dacă strategia globală de afaceri se focalizează asupra alegerii cuplurilor „produs-piață“ în care întreprinderea deține cele mai consistente avantaje concurențiale, strategia financiară urmărește ameliorarea constrângerilor financiare durabile care privesc activitatea de exploatare a întreprinderii. Conținutul concret al strategiei financiare este definit de totalitatea deciziilor referitoare la fluxurile financiar-monetare și la volumul și structura capitalurilor atrase de întreprindere pentru a-și susține activitățile de exploatare. Este vorba, în principal, de acele decizii care vizează afectarea surplusurilor monetare create, structurarea activelor și capitalurilor permanente și organizarea colectării fondurilor pe termen lung. În ultimă instanță, aceasta înseamnă pregătirea tuturor condițiilor financiare pentru a putea promova o politică dezvoltativă care să concilieze atât obiective de creștere economică, cât și obiective de asigurare a autonomiei întreprinderii.

Strategia financiară este elaborată în acord cu restricțiile formulate de piața financiar-monetară, piață ale cărei structuri sunt tot mai reglementate și instituționalizate, iar succesul acestei strategii poate fi evaluat în primul rând prin mărimea riscurilor financiare specifice întreprinderii.

1.2. Stabilirea obiectivelor financiare pe termen lung

Una dintre responsabilitățile fundamentale ale managementului este formularea unor obiective financiare astfel încât acestea să devină un punct de referință tangibil pentru misiunea și strategia întreprinderii. În teorie, aceste obiective sunt impuse de către acționarii întreprinderii, care urmăresc maximizarea randamentului investiției lor. În practică, însă, ele sunt adânc înrădăcinate în valorile și filozofia afacerii împărtășite de către manageri, trăgându-și forța persuasivă din convingerile și credințele profunde ale acestor actori organizaționali importanți.

Datorită faptului că obiectivele financiare sunt atât de vizibile și tangibile, nu este de mirare că ele, adesea, se transformă în centrul unor tensiuni și dispute la cele mai înalte nivele ierarhice ale întreprinderii. Să examinăm, de exemplu, cum două cifre -

rentabilitatea investițiilor (ROI) și rata de creștere a cifrei de afaceri - pot deveni, în cadrul întreprinderii, simboluri ale unor concepții antitetice privind strategia și mediul. Să ne imaginăm, de asemenea, că managerii de vârf ai întreprinderii sunt divizați în două tabere. Atitudinea uneia dintre ele poate fi rezumată în felul următor: „Dați-ne leadership-ul tehnologic și garanția unei ROI cât mai ridicate și creșterea cifrei de afaceri va veni de la sine!“ În schimb, atitudinea celeilalte tabere poate fi exprimată așa: „Dați-ne o rată ridicată de creștere a cifrei de afaceri și creșterea ROI va veni de la sine!“ S-ar părea că ambele grupuri au, în felul lor, dreptate, susținându-și pozițiile cu argumente solide. Totuși, întreprinderea trebuie să opteze doar pentru una din direcții, căci urmărirea simultană a unor obiective contradictorii nu este posibilă. Lăsând la o parte echilibrul puterii din sânul întreprinderii, cum se poate face o alegere rațională?

Pentru a putea răspunde la această întrebare, trebuie să luăm în calcul câteva *caracteristici ale sistemului de obiective financiare ale întreprinderii*, care sunt, în mod frecvent, neglijate, fapt care contribuie la crearea unor echivocuri în procesul de definire a strategiei:

- În pofida a ceea ce se crede curent, întreprinderile nu privesc maximizarea profitului ca pe o prioritate absolută. În practică, nu există priorități financiare absolute sau eterne, ierarhia lor schimbându-se odată cu schimbările survenite în mediul economic și concurențial.
- Întreprinderile mature realizează un arbitraj periodic între obiective financiare multiple, susținute de forța relativă a diverselor grupuri de presiune economică, care reprezintă obiective singular.
- Întreprinderile nu au dreptul unilateral de a stabili orice obiectiv. Din momentul în care întreprinderea decide să intre pe un segment particular al pieței produselor sau al pieței de capital, concurența îi va impune limite și îi va stabili condiții în ceea ce privește obiectivele pe care ea le va putea urmări într-o manieră realist.
- Gestiunea sistemului de obiective financiare ale întreprinderii reprezintă un proces continuu care presupune realizarea unui arbitraj între priorități aflate, adesea, în conflict. În orice

moment, acest sistem își poate pierde stabilitatea din cauza schimbărilor produse în mediul întreprinderii sau a modificărilor survenite în echilibrul relațiilor de putere între diferite grupuri de presiune.

- Fiecare obiectiv este caracterizat printr-un anumit tip al echilibrului financiar spre care va tinde întreprinderea, deoarece fiecare obiectiv poate fi realizat în condițiile unei structuri financiare specifice, diferită de cele pe care le solicită alte obiective, asigurând, prin urmare, un anumit mod de corelare a nevoilor de finanțare cu fluxurile de resurse financiare.
- Sistemul de obiective financiare ale întreprinderii, privit în ansamblu, este greu de înțeles. Chiar dacă obiectivele financiare par precise și clare, multe dintre ele sunt, în realitate, relative și instabile. Această caracteristică a obiectivelor financiare îngreunează trasarea unor repere operaționale bine definite pentru nivelele de execuție ale întreprinderii, fiind percepute de către mulți dintre managerii de pe aceste nivele ca arbitrar sau incoerente.

Aceste trăsături sugerează că există constrângeri obiective în opțiunile managerilor, că obiectivele financiare sunt interdependente, iar schimbarea unuia dintre ele aproape întotdeauna va atrage și revizuirea celorlalte.

Prin procesul de planificare financiară este stabilit un anumit număr de obiective, ca răspunsuri la diferite priorități și presiuni. Atunci când managementul de vârf îi pretinde întreprinderii să-și crească în mod agresiv principalele segmente ale pieței, să rămână lider în domeniile calității și inovației tehnologice, să se diversifice, să asigure un constant și consistent flux de rezultate, să promoveze, în același timp, o atentă politică de îndatorare etc. trebuie ca fiecare dintre membrii sau compartimentele organizației să se recunoască în cel puțin unul din aceste obiective. *Obiectivele financiare trebuie formulate astfel încât să susțină misiunea întreprinderii, pe de o parte, și să răspundă nevoilor investitorilor, managerilor, angajaților, clienților și comunității, pe de altă parte.*

Cum poate fi realizat acest lucru într-o lume cu resurse finite și orizonturi limitate, în care nu prea există loc pentru altruism? Există o singură posibilitate: întreprinderea trebuie să învețe să facă compro-

misuri. *Compromisul este singurul mecanism care poate asigura o eficacitate durabilă a sistemului de obiective financiare ale întreprinderii.* Desigur, aceste compromisuri vor adopta expresii financiare exacte. Orice obiectiv financiar urmărește, în linii mari, un anumit nivel al rentabilității în condițiile unui anumit tip de echilibru financiar, care poate fi privit, la rândul său, ca partea „lichidă“ a rentabilității, respectiv surplusurile monetare obținute peste nevoile de finanțare ale întreprinderii. Între rentabilitate și echilibrul financiar relația este, de regulă, negativă: cu cât este mai înalt nivelul de rentabilitate spre care aspiră obiectivul, cu atât mai fragil va fi echilibrul financiar spre care va tinde întreprinderea și invers.

De exemplu, obiectivul maximizării cotei de piață, urmărind creșterea vânzărilor și rezultatelor, foarte rar poate fi realizat doar pe bază de autofinanțare, investițiile masive necesare promovării lui fiind susținute de cele mai multe ori prin creșterea îndatorării. Or, investițiile de creștere și îndatorarea aferentă vor diminua fluxurile monetare, slăbind echilibrul financiar prin afectarea fondurilor rămase la dispoziția firmei. Capcanele creșterii prea rapide sunt bine cunoscute. Pe de altă parte, urmărirea îndelungată a unei politici financiare prudentiale, bazată preponderent pe autofinanțare și care vizează rate limitate de creștere, poate asigura o anumită perioadă surplusuri monetare consistente, însă refuzul durabil al unor investiții serioase în modernizare și dezvoltare va șubrezi poziția strategică a întreprinderii și avantajele concurențiale deținute de ea.

Armonizarea perfectă a acestor două obiective - creșterea rentabilității și întărirea echilibrului financiar - nu este posibilă, dar efectuarea unui arbitraj periodic între ele este necesar. Întrebarea cheie este când trebuie acordată prioritate unuia sau altuia dintre aceste obiective? Pentru a răspunde la întrebare, managementul trebuie să analizeze cu atenție portofoliul de activități (afaceri) ale întreprinderii în termenii conceptului „cuplu produs-piață“. Pe scurt, o asemenea analiză poate avea în vedere următoarele *situații generale*:

- Piață dinamică aflată în faza de construcție și structurare va solicita, în vederea câștigării de către întreprindere a unor poziții strategice solide, un efort susținut de inovare a produselor și tehnologiilor, de perfecționare a sistemului tehnic de fabricație, de extindere a infrastructurii de marketing, de organizare a fluxurilor de activitate și de achiziționare a

competențelor de operare distinctive. Toate înseamnă investiții importante în scopul acaparării unei cote de piață cât mai mari. În această fază a ciclului strategic, întreprinderea va manifesta o preferință pentru creștere.

- Piață matură, structurată, cu poziții și relații concurențiale bine definite, dar care, periodic, este frământată de mutații conjuncturale oarecum previzibile sau de mică anvergură. Această piață nu mai poate asigura rate de creștere importante, dezvoltarea sistemului de producție și a infrastructurii de marketing nemaifiind o prioritate absolută. Prioritară devine optimizarea exploatarei angrenajelor de afaceri existente. Se impune o mai mare prudență în efectuarea investițiilor, managementul încercând în primul rând să facă cât mai „lichidă” rentabilitatea investițiilor deja realizate.
- Piață în restrângere. Dacă pozițiile întreprinderii sunt solide, prioritatea ei va fi efectuarea unor dezinvestiții. Redimensionarea sistemului de afaceri în funcție de volumul de activitate îi va permite stabilizarea randamentelor resurselor și a celorlalți indicatori de performanță economico-financiară. Orientarea spre dezinvestiții va consolida echilibrul financiar al întreprinderii întrucât intrările de lichidități vor fi importante. Totuși, întreprinderea nu poate persista mult timp în această situație purtătoare de riscuri semnificative. Ea trebuie să se reorienteze cât mai rapid spre zone care asigură rate de creștere mai ridicate, în caz contrar va aluneca treptat spre o poziție strategică total defavorabilă (poziția de lichidare).
- Poziție de lichidare, caracterizată atât prin rate foarte scăzute sau chiar negative de creștere, cât și printr-o situație nesatisfăcătoare a echilibrului financiar. Întreprinderea nici nu crește și nici nu este lichidă. Această poziție atrage un risc aproape inevitabil al dezastrului financiar.

Principala concluzie este că *întreprinderile care nu dispun de suficiente rezerve lichide sau care sunt instabile din punct de vedere financiar nu vor putea opera pe piețe cu rate de creștere superioare. Mai curând sau mai târziu ele vor fi constrânse să-și reducă deficitul de resurse financiare prin creșterea raportului între îndatorarea totală și capitalurile proprii. Soluția poate fi fezabilă doar în măsura în care întreprinderea reușește să rentabilizeze cât mai repede investițiile de*

creștere realizate pe baza îndatorării. Rămâne însă permanent riscul deteriorării echilibrului financiar. Autosuficiența financiară a întreprinderii reprezintă, prin urmare, o precondiție naturală a independenței managementului în stabilirea opțiunilor strategice.

Obiectivele financiare ale întreprinderii nu se elaborează și nu se urmăresc în vid. Inevitabil, ele se confruntă cu realitatea mediului întreprinderii și cu rigorile strategiei de afaceri globale care reflectă aceste presiuni ale mediului. *Lipsa coerenței între obiectivele financiare și constrângerile mediului reprezintă una dintre principalele cauze ale eșecului financiar.* Într-un fel, obiectivele financiare pe termen scurt sunt mai degrabă impuse managementului de către mediu decât adoptate voluntarist.

Marja de libertate decizională apare abia în cazul obiectivelor financiare pe termen lung. Orizontul de timp îndepărtat oferă posibilitatea pregătirii manevrelor strategice. Pe termen scurt, însă, impactul mediului este, de regulă, dur și nu poate fi absorbit decât printr-o subordonare necondiționată a întreprinderii. În procesul de elaborare a obiectivelor financiare pe termen lung este importantă compararea obiectivelor pe termen scurt cu rezultatele financiare concrete. Rezultatele financiare satisfăcătoare pe termen scurt vor exercita presiuni în sensul „cronicizării“ obiectivelor care le-au generat, conform logicii „Ce a fost bun ieri și azi, va fi bun și mâine.“ Numai că obiectivele pe termen scurt sunt reacții la presiunile imediate venite din partea mediului. Într-o perspectivă durabilă pot rezulta însă constrângeri mult diferite de cele actuale. *Dacă managementul nu va reuși să asigure coerența principalelor obiective financiare și compatibilitatea lor cu tipul de semnale venite dinspre piațe, aceste obiective nu vor fi capabile să impună întreprinderii o disciplină operațională efecăce.*

1.3. Tipologia modelelor de strategie financiară la nivel de firmă

În esență, un model de strategie financiară la nivel de întreprindere reprezintă o concepție coerentă și sistematică privind criteriile decizionale pe care întreprinderea urmează să le aplice pe termen lung în vederea selecționării acelei combinații de nevoi și

resurse financiare care va optimiza raportul dintre rentabilitatea obținută și riscurile asumate.

Propunem următoarea clasificare a *modelelor de strategie financiară* a întreprinderii:

- ✓ Modelul ciclului de viață al întreprinderii;
- ✓ Modele de optimizare a portofoliului de activități;
- ✓ Modele de optimizare a investițiilor;
- ✓ Modele de optimizare a structurii financiare (costului finanțării);
- ✓ Modele de maximizare a valorii economice a întreprinderii.

Fiecare din aceste modele se bazează pe anumite prezumpții conceptuale și oferă soluții strategice specifice. Având un caracter plurireferențial și, deci, relativ, modelele prezintă atât avantaje, cât și dezavantaje.

Modelul ciclului de viață al întreprinderii. Ca și celelalte modele gen „ciclu de viață“ larg folosite în științele gestiunii, și acest model se inspiră dintr-o evidentă analogie cu evoluția biologică și socială a unei ființe umane, care parcurge succesiv câteva faze ale dezvoltării - nașterea (lansarea), creșterea, maturitatea, declinul (îmbătrânirea). Așadar, *strategia financiară va avea un conținut particular în funcție de faza concretă de dezvoltare prin care trece întreprinderea, în fiecare dintre faze întreprinderea fiind caracterizată prin nevoi financiare specifice, generând, totodată, un anumit nivel al resurselor.* Rolul strategiei financiare constă, de aceea, în echilibrarea judicioasă a acestor utilizări și intrări de fonduri pentru a asigura condițiile financiare optime de dezvoltare a întreprinderii. Sintetizăm în tab. 2 implicațiile esențiale ale fazelor ciclului de viață asupra strategiei financiare a întreprinderii.

În acest fel, misiunea strategiei financiare se referă la o asemenea potrivire a principalilor parametri strategici care să garanteze soliditatea financiară maxim posibilă în condițiile concrete de exploatare ale fiecărei faze a ciclului de viață al întreprinderii. Neajunsul major al acestui model constă în faptul că el oferă doar o imagine globală asupra trebuințelor și excedentelor financiare specifice diferitelor stadii de dezvoltare a întreprinderii, or, deseori, articularea unei strategii financiare funcționale necesită o perspectivă mult mai nuanțată.