

EVALUAREA FINANCIARĂ

Cunoașterea gradului de independență economică și financiară, detectarea la momentul oportun a diferitelor cauze care generează schimbări nedorite în activitatea întreprinderii, presupune diagnosticarea financiară printr-un sistem de rate de eficiență.

Pentru diagnosticul rentabilității se utilizează trei categorii de rate de eficiență: ratele privind rentabilitatea exploatării, ratele de rentabilitate economică și ratele de rentabilitate financiară. Aceste rate evidențiază caracteristicile economice și financiare ale întreprinderilor, permițând compararea performanțelor industriale și comerciale ale acestora. În general, ratele de rentabilitate se determină ca raport între efectele economice și financiare obținute (diferite marje de acumulare) și eforturile depuse pentru obținerea lor (activ, capital investit, capital economic). Stadiul rentabilității se realizează pe trei coordonate: rentabilitatea exploatării, rentabilitatea economică și rentabilitatea financiară.

Ratele privind rentabilitatea exploatării

Aptitudinea comercială și profitabilă acesteia pot fi evidențiate cu ajutorul ratelor privind rentabilitatea exploatării. Aceste rate cuprind, în sinteză, două categorii respectiv ratele marjelor beneficiare (marjele de acumulare) și ratele privind randamentul activelor.

a) Ratele marjelor beneficiare

Ratele marjelor beneficiare apreciază randamentul diferitelor stadii ale activității la formarea rezultatului, fiind determinate ca raport între marjele de acumulare și cifra de afaceri sau valoarea adăugată. Pot fi calculate următoarele rate:

- *Rata marjei comerciale*, utilizată îndeosebi de întreprinderile cu activitate comercială, este o formă de exprimare a rentabilității comerciale:

$$\begin{aligned} \text{Rata marjei comerciale} &= \frac{\text{Marja comercială}}{\text{Cifra de afaceri}} = \\ &= \frac{\text{Cifra de afaceri} - \text{Prețul de achiziție al mărfurilor vândute}}{\text{Cifra de afaceri}} \end{aligned}$$

Această rată pune în evidență strategia comercială a întreprinderii analizate.

Astfel, o marjă comercială insuficientă implică cheltuieli generale riguroase și deci recurgerea la forme de distribuire a mărfurilor care permit reducerea costurilor privind personalul și economii asupra cheltuielilor de transport, stocaj etc.

Din contră, o marjă comercială importantă reclamă cheltuieli generale sporite și deci servicii mai bune către clienți.

De asemenea, rata marjei comerciale apreciază influența constrângerilor pieței și a politicii prețurilor de vânzare. Astfel, creșterea ratei însoțită de o diminuare (CA) semnifică faptul că întreprinderea încearcă să-și mențină marjele, promovând o politică de prețuri înalte. Dimpotrivă, o rată a marjei comerciale în scădere însoțită de o creștere puternică a vânzărilor evidențiază faptul că întreprinderea preferă reducerea prețurilor de vânzare în scopul cuceririi unui nou segment de piață. În fine, cazul în care creșterea ratei marjei comerciale este însoțită de o creștere a cifrei de afaceri, relevă o situație favorabilă pentru întreprindere, respectiv punerea în vânzare de produse cu performanțe superioare sau ocuparea pe piață a unei poziții concurențiale “forte”.

- *Rata valorii adăugate* cifrei de afaceri (R_{VACA}), utilizată îndeosebi de întreprinderile industriale, măsoară gradul de integrare al acestora.

$$R_{VACA} = \frac{\text{Valoarea adăugată}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

Evoluția sa permite aprecierea strategiei industriale a întreprinderii, iar diminuarea ratei poate semnifica o utilizare neeficientă a factorilor de producție externi.

Pentru a spori calitatea analizei, se pot determina și ratele de structură a valorii adăugate, pe baza principalelor două elemente constitutive ale acesteia: cheltuielile cu personalul și amortismentele și provizioanele calculate, pe baza relațiilor:

$$\text{Ponderea amortizărilor și provizioanelor în VA} = \frac{\text{Amortismente și provizioane calculate}}{\text{Valoarea adăugată}} \times 100$$

$$\text{Ponderea cheltuielilor cu personalul în VA} = \frac{\text{Cheltuieli cu personalul}}{\text{Valoarea adăugată}} \times 100$$

Ponderea cheltuielilor cu personalul în valoarea adăugată evidențiază gradul în care întreprinderea recurge la automatizare sau la mecanizare. Prin automatizarea proceselor industriale, ponderea cheltuielilor cu manopera ar trebui să scadă, concomitent cu creșterea cheltuielilor de amortizare, astfel încât rentabilitatea viitoare a întreprinderii se va sprijini, în mare parte, pe creșterea calificării muncii salariale. În acest caz, analiza trebuie completată și cu rata productivității muncii (VA / număr de personal).

Ponderea amortizărilor și provizioanelor calculate în valoarea adăugată evidențiază o parte din cheltuielile neplătibile în termen scurt și este mai ridicată când intensitatea capitalistică a întreprinderii este mai mare, în caz contrar reînnoirea echipamentelor fiind frânată de lipsa autofinanțării. Relația între marja brută de autofinanțare (amortismente și provizioane calculate plus rezultatul contabil) și finanțarea externă este dată de *rata privind finanțarea întreprinderii* (R_{FI}) determinată astfel:

$$R_{FI} = \frac{\text{Marja brută de autofinanțare}}{\text{Datorii financiare mai mari de un an}}$$

O rată scăzută confirmă nevoia de finanțare externă, în timp ce valoarea supraunitară a raportului evidențiază posibilitatea de autofinanțare pe viitor a întreprinderii.

- *Rata excedentului brut de exploatare* (R_{EBE}) sau rata marjei brute de exploatare măsoară nivelul brut de exploatare independent de politica financiară, politica de investiții, de incidența fiscalității și a elementelor extraordinare:

$$R_{EBE} = \frac{\text{Exedentul brut de exploatare}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

Politica de amortizare prezintă avantaje axate în special pe posibilitățile fiscale mai favorabile decât durata și ritmul uzurii imobilizărilor. Utilizarea atât a provizioanelor reglementate

cât și a provizioanelor destinate acoperirii riscurilor potențiale viitoare, pot avea o influență sensibilă asupra rezultatelor înregistrate în contabilitate.

Utilizarea excedentului brut de exploatare elimină incidența politicii de amortizare, a politicii financiare (cheltuieli financiare), dar și a principiului prudenței (previzionale). Astfel, rata excedentului brut de exploatare va ridica aptitudinea proprie a activității de exploatare de a degaja profit.

O ameliorare a ratei excedentului brut de exploatare exprimă o creștere a productivității, în măsura în care ea (R_{EBE}) nu este simplă consecință a creșterii ratei marjei comerciale, iar scăderea ei, în raport cu o rată a marjei comerciale stabilă, dovedește o împovărare referitoare la costurile exploatarei.

Pentru a elimina influența politicii financiare asupra rezultatului brut se poate calcula *rata privind rezultatul brut al exploatarei* influențat de cheltuielile financiare (R_{RBE}) după cheltuielile financiare:

$$R_{RBE} \text{ dupa ch. financiare} = \frac{\text{Rezultatul brut al exploatarei dupa chelt. financiare}}{\text{Cifra de afaceri fara (TVA)}}$$

Comparația dintre această rată și rata EBE evidențiază incidența finanțării externe asupra întreprinderii.

- *Rata rezultatului exploatarei* (R_{RE}) exprimă eficiența activității de exploatare sub toate aspectele: industrial, administrativ și comercial.

$$R_{RE} = \frac{\text{Rezultatul exploatarei}}{\text{Cifra de afaceri fara (TVA)}} = \\ = \frac{\text{Rezultatul brut de exploatare - Amortisme nte}}{\text{Cifra de afaceri (fara TVA)}}$$

Rezultatul exploatarei prezintă avantajul de a fi influențat de politica de amortizare devenind un rezultat net al exploatarei.

- Rata marjei nete (R_{MN}) exprimă eficiența globală a întreprinderii, respectiv capacitatea sa de a realiza profit net și de a rezista concurenței.

$$R_{MN} = \frac{\text{Rezultatul net al exercitiului}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

Dacă indicatorul surprinde variația rezultatului net (ΔR_n) în raport cu variația cifrei de afaceri (ΔCA), raportul va exprima *rata profitului marginal* (R_{PM}):

$$R_{PM} = \frac{\text{Variatia rezultatului net}}{\text{Variatia cifrei de afaceri}}$$

Dacă prețurile nu pot fi majorate în condițiile în care cresc, rata marjei și implicit rata profitului marginal se vor diminua. Profitul atinge valoarea maximă atunci când costul marginal al unei anumite variații a producției va fi egal cu prețul de vânzare.

- *Rata marjei de autofinanțare* (R_{MAF}) este mai puțin sensibilă decât rata marjei nete, la politica de amortizare și provizioane.

$$R_{MAF} = \frac{\text{Capacitatea de autofinanțare}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

Acest raport măsoară surplusul de resurse de care dispune întreprinderea pentru a-și asigura dezvoltarea și / sau remunerarea acționarilor săi.

- Trezoreria reală a exploatării este evidențiată de excedentul de trezorerie al exploatării și stă la baza determinării ratei *privind excedentul de trezorerie al exploatării* (R_{ETE})

$$R_{ETE} = \frac{\text{Excedentul de trezorerie al exploatarei}}{\text{Cifra de afaceri}}$$

în care: rata excedentului de trezorerie al exploatării evidențiază surplusul monetar real degajat de activitatea de exploatare ce poate fi utilizat pentru dezvoltarea întreprinderii, rambursarea datoriilor, prelevarea cheltuielilor obligatorii și remunerarea acționarilor.

b) Ratele privind randamentul activelor

Ratele privind randamentul activelor apreciază eficiența utilizării mijloacelor economice, fiind determinate ca raport între diferiți indicatori de rezultate (rezultatul exploatării, rezultatul net) și activele utilizate de întreprinderea lor.

Există mai multe forme de exprimare:

1) în țările anglo-saxone, rata de randament a activelor, cunoscută sub denumirea de “Return On Investment” (ROI) exprimă aptitudinea întreprinderii de a valorifica mijloacele de muncă în cadrul activității de exploatare:

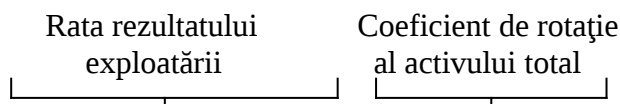
$$ROI = \frac{\text{Rezultatul exploatarei}}{\text{Activ total}}$$

Activul total include atât activele fizice (active de producție) cât și activele financiare (titluri de participare, credite-clienți) și poate fi stabilit conform relației:

$$\text{Activ total} = \text{Capital economic} + \text{Imobilizări în afara exploatării} + \text{NFRAE} + \text{Disponibilități}$$

În țara noastră, această rată se întâlnește sub denumirea de *rata rentabilității fondurilor avansate* (R_{FA}). Comportamentul întreprinderii în legătură cu creșterea randamentului activelor poate fi pus în evidență descompunând acest raport în două componente formale:

$$\frac{\text{Rezultatul exploatarei}}{\text{Activ total}} = \frac{\text{Rezultatul exploatarei}}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Activ total}}$$



În felul acesta, randamentul activelor apare ca rezultată a celor două rate, același randament putând fi generat de două politici diferite:

- una vizează creșterea marjei beneficiare în condițiile creșterii profitului din exploatare, mai rapid decât cifra de afaceri;
- o alta, vizează creșterea ritmului de rotație a activului, în principal, printr-o puternică creștere a cifrei de afaceri.

Rata privind randamentul activelor, exprimată în această formă, prezintă unele limite referitoare la riscul unei anumite incoerențe între conținutul numărătorului și al numitorului, limite ce pot fi înlăturate dacă rezultatul exploatării va fi raportat numai la activele de exploatare.

$$2) \text{ Rata privind randamentul activelor} = \frac{\text{Rezultatul exploatarii}}{\text{Active de exploatare}}$$

Acest aspect diferențiază rata privind randamentul activelor de rentabilitate economică. Dificultatea utilizării formulei constă în delimitarea activelor de exploatare din totalul activelor.

3) Această formulare fundamentală evidențiază gradul de valorificare al activelor totale în ansamblul activității întreprinderii: industriale, comerciale, financiare etc.

$$\text{Rata privind randamentul activelor} = \frac{\text{Rezultatul net al exercitiului}}{\text{Activ total}}$$

Rata privind randamentul activelor, exprimată în această formă, prezintă unele limite referitoare la riscul unei anumite incoerențe între conținutul numărătorului și al numitorului, limite ce pot fi înlăturate dacă rezultatul exploatării va fi raportat numai la activele de exploatare.

Deprecierea monetară poate introduce grave distorsiuni între rezultatul exercițiului evaluat la prețuri recente și activele achiziționate în perioade diferite și evaluate la prețuri istorice (prețuri diferite practicate la momentul achiziției). Pentru a nu pierde din semnificația sa, la determinarea ratei, imobilizările din bilanț exprimate în valoare contabilă se vor corecta cu un indice reflectând creșterea prețurilor perioadei.

Ratele de rentabilitate economică

Aceste rate măsoară eficiența mijloacelor materiale și financiare alocate întregii activități a întreprinderii.

La modul general, **rata rentabilității economice** se exprimă prin raportul:

$$Re = \frac{\text{Rezultatul economic}}{\text{Activ total sau parte din activul total}}$$

Rezultatul economic, excluzând elementele financiare și extraordinare, favorizează comparațiile întreprinderilor aparținând aceluiași sector. În exprimarea rentabilității economice, la numărătorul fracției se poate utiliza fie rezultatul exploatării, fie excedentul brut din exploatare (EBE), iar la numitor activul total sau o parte a acestuia. Activul total sau capitalul angajat cuprinde capitalul economic, imobilizările în afara exploatării și financiare, nevoia de fond de rulment în

afara exploatării și disponibilitățile bănești, în timp ce capitalul investit, parte a activului economic, cuprinde doar capitalul economic și imobilizările în afara exploatării.

Rentabilitatea economică a acestor capitaluri investite ne apare ca o rentabilitate intrinsecă, ce nu ține seama de modalitatea de procurare a capitalurilor (proprie sau împrumutate). Este, deci, independentă de politica de finanțare promovată de întreprindere.

În funcție de marjele de acumulare utilizate, rentabilitatea capitalului angajat în exploatare poate fi exprimată sub două forme:

$$Re_1 = \frac{EBE}{\text{Capital economic}} ; \quad Re_2 = \frac{\text{Rezultatul exploatarii}}{\text{Capitalul economic}}$$

Iar rentabilitatea capitalului investit este dată de relația:

$$Re_1 = \frac{EBE}{I + \frac{Ct + Cs}{Kr}} ; \quad \text{unde } Kr = \frac{\text{Rezultatul exploatarii}}{\text{Capitalul economic}}$$

Unde: Kr = coeficient de rotație al capitalului circulant;

I = imobilizări;

Ct = consumul de la terți;

Cs = cheltuieli salariale.

Capitalul economic alocat exploatării nu ține cont decât de imobilizările utilizate de întreprindere pentru activitatea sa de exploatare și de creșterea nevoii de fond de rulment pentru exploatare ce trebuie finanțată de acesta. Capitalul economic poate fi brut sau net, după cum imobilizările includ sau nu amortizările și provizioanele pentru deprecierea acestora. De asemenea, rezultatul generat de acest capital este brut sau net de exploatare. Pe baza acestora se determină două rate de rentabilitate (brută și netă):

$$Re_{bruta} = \frac{EBE}{\text{Capital economic brut}} ; \quad Re_{neta} = \frac{\text{Rezultatul exploatarii}}{\text{Capitalul economic net}}$$

Rentabilitatea economică brută, nefiind perturbată de deciziile privind amortizarea, este folosită în analize externe deoarece permite efectuarea comparațiilor între întreprinderile aparținând aceluiași sector sau sectoare diferite, indiferent de mărimea lor sau forma de proprietate. Rata rentabilității economice brute măsoară aptitudinea capitalului economic de a asigura reînnoirea și remunerarea sa, reînnoire care ar trebui să se realizeze într-o perioadă cât mai scurtă.

Rata rentabilității economice se determină, deci, ca raport între excedentul brut de exploatare și totalitatea capitalurilor investite:

$$Re = \frac{EBE}{\text{Capitaluri investite}} = \frac{EBE}{\text{Active fixe brute} + \text{Nevoia de fond de rulment} + \text{Disponibilități}}$$

Analiza ratei de rentabilitate economică nu se poate face decât prin studierea evoluției un timp a indicatorilor și a componentelor acestora (rezultate, capitaluri), referitoare la aceeași întreprindere. De asemenea, rata rentabilității economice trebuie să fie superioară ratei inflației, pentru ca întreprinderea să-și poată menține substanța sa economică. În termeni reali, rata rentabilității economice trebuie să remunereze capitalurile investite la nivelul ratei minime de randament din

economie (rata medie a dobânzii) și al riscului economic și financiar pe care și l-au asumat “furnizorii” de capitaluri (acționari și creditori).

Dacă rata inflației nu depășește 10% atunci rata nominală (r_n) este, după formula lui Fisher, suma dintre rata reală (r_r) și rata inflației (r_i):

$$r_n = r_r + r_i \quad \text{de unde:} \quad r_r = r_n - r_i$$

Dacă rata inflației înregistrează valori semnificative (de 2 sau 3 cifre), atunci rata nominală se determină după relația inițială a lui Fisher:

$$(1 + r_r) = (1 + r_n) (1 + r_i),$$

unde produsul $r_r \times r_i$, ce rezultă din dezvoltarea relației nu mai poate fi neglijat ca în cazul unei inflații controlate și normale.

Relația de calcul va fi, în consecință, următoarea:

$$r_n = r_r + r_i + r_r \times r_i \quad \text{de unde} \quad R_r = \frac{r_n - r_i}{1 + r_i}$$

Factorii determinați ai rentabilității economice sunt puși în evidență prin descompunerea acestora în două rate explicative, conform relației:

$$Re = \frac{EBE}{\text{Capital economic}} = \frac{EBE}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Capitalul economic}}$$

$\frac{\text{EBE}}{\text{Cifra de afaceri}}$
 Rata marjei brute
de acumulare

$\frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Capitalul economic}}$
 Coeficientul de rotație
al capitalului economic

Nivelul marjei brute evidențiază rezultatul activității de exploatare, inclusiv finalizarea ei, prin condițiile de comercializare reflectate în cifra de afaceri, în timp ce rotația activului prin cifra de afaceri exprimă gradul de intensitate al utilizării resurselor financiare ale întreprinderii. Drept urmare, rata rentabilității economice poate fi majorată fie prin creșterea marjei brute de acumulare (diferența dintre cifra de afaceri și cheltuielile plătibile), fie prin creșterea rotației capitalurilor prin cifra de afaceri, fie prin ambele căi.

Rata rentabilității economice exprimă, în fapt, o combinație între cei doi factori de influență: unul cantitativ exprimând marja brută de acumulare realizată asupra vânzărilor și deci politica de prețuri practică și altul calitativ exprimând gradul de intensitate al utilizării capitalului economic.

Rentabilitatea economică poate fi pusă în corelație directă și cu rentabilitatea factorului muncă oferită de rata marjei asupra valorii adăugate (diferența dintre valoarea adăugată și cheltuielile de personal), cu productivitatea activelor fixe exprimată prin valoarea adăugată ce revine la 1 leu imobilizări, dar și cu structura investiției oferită de coeficientul investițiilor strategice:

$$Re = \frac{EBE}{\text{Capital economic}} = \frac{EBE}{\text{Valoare adăugată}} \times \frac{\text{Valoarea adăugată}}{\text{Imobilizări}} \times \frac{\text{Imobilizări}}{\text{Capital economic}}$$

$\frac{EBE}{\text{Valoare adăugată}}$
 ↓
 Rata marjei asupra

$\frac{\text{Valoarea adăugată}}{\text{Imobilizări}}$
 ↓
 productivitatea

$\frac{\text{Imobilizări}}{\text{Capital economic}}$
 ↓
 gradul de

valorii adăugate activelor fixe imobilizare
a capitalului
economic

De aici rezultă faptul că rata rentabilității economice poate fi majorată fie acționând simultan asupra celor trei factori, fie prin creșterea marjei asupra valorii adăugate, a productivității activelor sau a gradului de imobilizare a capitalului economic.

Rata rentabilității economice trebuie să permită întreprinderii reînnoirea și creșterea activelor sale într-o perioadă cât mai scurtă. De aceea se consideră corespunzătoare o rată EBE / Active fixe brute, mai mare de 25%.

Ratele de rentabilitate financiară

Acestea măsoară randamentul capitalurilor proprii, deci al plasamentului financiar, pe care acționarii l-au făcut prin cumpărarea acțiunilor întreprinderii. Rentabilitatea financiară remunerează proprietarii întreprinderii prin acordarea de dividende către aceștia și prin creșterea rezervelor, care în fapt, reprezintă o creștere a averii proprietarilor. Deci, rata rentabilității financiare (R_f) este egală cu raportul:

$$R_f = \frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}} \text{ sau } R_f = \frac{\text{Dividende}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

Primul raport exprimă rentabilitatea financiară netă, iar al doilea randamentul capitalurilor proprii, deci al plasamentului făcut de acționari prin cumpărarea acțiunilor întreprinderii.

Cu toate că această rată este foarte utilizată ca instrument de analiză financiară, trebuie să se țină cont de inconvenientele metodologice ale determinării profitului net: regimul de calcul al amortizărilor și provizioanelor, precum și cel al cheltuielilor deductibile din materia impozabilă etc.

Rentabilitatea financiară remunerează acționarii, fie prin acordarea de dividende, fie sub forma majorării rezervelor care reprezintă o creștere a averii proprietarilor, prin încorporarea lor în capital și deci o creștere a valorii intrinsece a acțiunii.

Acționarii majoritari făcând adesea un plasament pe termen lung, nu solicită o rentabilitate imediată pe acțiune și deci un dividend important, fiind interesați, în special, de un rezultat satisfăcător, chiar dacă acesta este conservat de întreprindere, întrucât va genera o creștere a valorii acțiunilor. Pentru această categorie de acționari, aprecierea rentabilității nete pe acțiune, sau a profitului pe acțiune, ca expresie directă a profitabilității întreprinderii, poate fi calculată cu ajutorul raportului:

$$\text{Profitul pe acțiune} = \frac{\text{Profit net al exercitiului}}{\text{Numărul de acțiuni emise}}$$

Această rată, determinată pentru fiecare societate pe acțiuni, nu oferă posibilitatea comparațiilor între acestea, datorită dificultăților de interpretare a diferențelor observate de la o societate la alta. Astfel, două firme de aceeași talie, cu capitaluri proprii și profit net de aceeași mărime, deci cu rentabilități ale capitalurilor proprii egale, pot avea profituri pe acțiune diferite în funcție de numărul de acțiuni emise.

Acționarul minoritar este de obicei preocupat de o rentabilitate pe termen scurt și deci cu un dividend imediat. Aprecierea dividendului pe acțiune se face prin raportul:

$$\text{Dividend pe acțiune} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Numărul de acțiuni emise}}$$

Cele două rate exprimă un venit sub forma profitului sau dividendului pe acțiune. Acest venit poate fi de asemenea, apreciat în funcție de capitalurile investite. În cazul în care capitalurile includ alături de capitalurile proprii și împrumuturi pe termen lung și mediu, se poate calcula și rentabilitatea financiară a capitalurilor permanente:

$$\text{Rentabilitate financiară capitalurilor permanente} = \frac{\text{Profit net exercițiu} + \text{Dobânzi aferente împrum.}}{\text{Capitaluri proprii} + \text{Împrumuturi termen lung și mediu}}$$

Rentabilitatea astfel exprimată remunerează capitalurile proprii prin acordarea dividendelor, având și o dimensiune pentru remunerarea împrumuturilor prin plata dobânzilor. Rentabilitatea este deci influențată de sursa de provenire a capitalurilor investite fiind de aceea sensibilă la structura financiară a întreprinderii, respectiv la situația îndatorării acesteia.

Pentru societățile cotate la bursă rentabilitatea financiară este apreciată și cu ajutorul unor rate determinate pe baza mărimilor contabile și bursiere.

Înlocuind noțiunea de capitaluri proprii cu aceea bursieră se pot formula următoarele două rate: *rata capitalizării profiturilor și randamentul dividendelor*.

a. imaginea bursieră a unei societăți este reflectată prin *rata capitalizării profiturilor* exprimată în două feluri:

$$\text{Rata capitalizării profiturilor} = \frac{\text{Profit net pe acțiune}}{\text{Cursul bursier al acțiunii}} \text{ sau } \frac{\text{Profit net al ex.}}{\text{Capitalizarea bursieră}}$$

Capitalizarea bursieră este calculată la sfârșitul exercițiului contabil conform relației:

$$\text{Capitalizarea bursieră} = \text{Ultimul curs bursier la încheierea exercițiului} \times \text{Numărul de acțiuni}$$

Inversul acesteia reprezintă coeficientul de capitalizare bursieră (PER):

$$\text{PER} = \frac{\text{Cursul bursier al acțiunii}}{\text{Profitul net pe acțiune}} \text{ sau } \text{PER} = \frac{\text{Capitalizarea bursiera}}{\text{Profitul net al exercitiului}}$$

PER arătând de câte ori investitorii sunt dispuși să plătească profitul firmei.

Variația coeficientului de capitalizare bursieră reflectă o bună evaluare a riscurilor întreprinderii, generate de îndatorare, de riscul economic al ramurii din care face parte întreprinderea analizată și de variabilitatea profiturilor viitoare.

b. *Randamentul efectiv al dividendelor* primite de acționari poate fi exprimat cu ajutorul rapoartelor:

$$\begin{aligned} \text{Rata randamentului dividendelor} &= \frac{\text{Dividend pe acțiune}}{\text{Cursul bursier al acțiunii}} \quad \text{sau} \\ &= \frac{\text{Dividende totale}}{\text{Capitalizare bursieră}} \end{aligned}$$

Această rată interesează în special acționarii minoritari, depinzând, la fel ca și rata de capitalizare a profitului, foarte puțin de situația financiară a întreprinderii. Pentru acționarul minoritar care așteaptă un rezultat sub forma dividendelor și a plusvalorii de capital, rentabilitatea poate fi exprimată și prin raportul:

$$\text{Rentabilitate financiară} = \frac{\text{Dividend} + (P_t - P_o)}{P_o}$$

în care: P_o = prețul de cumpărare al acțiunii (preț origine)

P_t = cursul acțiunii la momentul t

Dacă $P_t > P_o$, acționarul beneficiază de o plusvaloare de capital egală cu diferența $P_t - P_o$.

Ca și rentabilitatea economică, rentabilitatea capitalurilor proprii poate fi descompusă pe componente astfel:

$$\frac{\text{Profitul net}}{\text{Capitaluri proprii}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

↓

rata marjei nete
de acumulare

↓

rotația capitalurilor
proprii

sau

$$\frac{\text{Profit net}}{\text{Capitaluri proprii}} = \frac{\text{Profit net}}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Activ total}} \times \frac{\text{Pasiv total}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

adică:

$$\text{Rentabilitatea financiară} = \text{Rentabilitatea economică} \times \text{Rata globală de îndatorare}$$

Așadar, rentabilitatea financiară având originea în rentabilitatea economică, va fi determinată de aproximativ aceiași factori, respectiv:

- rata marjei nete de acumulare (factor cantitativ), indicator de politică comercială.

- Rotația activului total prin cifra de afaceri (factor calitativ), indicator de politică comercială.
- Rata globală de îndatorare (factor calitativ) reprezentând structura financiară și deci politica de finanțare.

Rata globală de îndatorare poate fi scrisă și în al mod:

$$\frac{\text{Pasiv total}}{\text{Capitaluri proprii}} = 1 + \frac{\text{Datorii totale}}{\text{Capitaluri proprii}} = 1 + L$$

Coeficientul L ce reflectă gradul de îndatorare al întreprinderii este numit “rata levierului financiar” sau “brațul levierului financiar”.

Fiind influențată de rentabilitatea economică și de gradul de îndatorare, rentabilitatea financiară se majorează pe măsură ce îndatorarea crește. Acest efect multiplicator al coeficientului de îndatorare constituie “efectul de levier”, denumire de provine de la faptul că împrumuturile reprezintă o pârghie financiară care influențează nivelul rentabilității capitalurilor proprii.

Dar îndatorarea poate avea și un efect nefavorabil asupra rentabilității financiare. În acest sens este de dorit ca rata rentabilității financiare să fie mai mare decât rata medie a dobânzii de pe piață, făcând astfel mai atractivă investiția la întreprinderea respectivă, decât în depozitele bancare, iar depășirea de dobândă să fie proporțională cu prima derisc pe care mediul economic al întreprinderii o prezintă investitorului.

Deoarece rentabilitatea financiară are la origine rentabilitatea economică și este influențată de gradul de îndatorare, se poate stabili o relație de interdependență între eficiența activului economic (R_e), gradul de remunerare al capitalurilor proprii (R_f) și împrumutate (R_d), relație care se fundamentează pe ideea finanțării integrale a activului economic din capitalurile proprii și cele împrumutate.

BILANȚ

Activ Economic (AE_0)	Capitaluri Proprii (CP_0) R_f
	Datori (DAT_0) R_d

Ratele de rentabilitate caracteristice. Structura bilanțului

în care: CP_0 = capitaluri proprii la începutul exercițiului

DAT_0 = datorii la începutul exercițiului

AE_0 = activ economic la începutul exercițiului

(imobilizări + nevoia de fond de rulment + disponibilități)

Rezultatul fructificării activului economic, în cursul exercițiului financiar, se va reflecta la sfârșitul acestuia în mărimea profitului (calculat înaintea deducerii cheltuielilor cu dobânzile și a impozitului pe profit: PIDI) care asigură autofinanțarea creșterii (nete), plata dobânzilor și remunerarea acționarilor prin plata dividendelor.

Profitul luat în calculul rentabilității economice se determină conform relației:

PIDI = Venituri totale – Cheltuieli totale (exclusiv dobânzile și impozitul pe profit)

$$Re = \frac{PIDI (1-t)}{AE_0}, \text{ unde } t = \text{cota medie de impozit pe profit rezultată din calcul}$$

Relația de interdependență dintre Re, Rf și Rd se stabilește pe baza mediei ponderate, astfel:

$$Re = Rf \frac{CP_0}{AE_0} + Rd (1 - t) \frac{DAT_0}{AE_0}$$

$$Rf = \frac{\text{Profit net la sfârșitul exercițiului (Pn1)}}{\text{Capitaluri proprii inițiale (CP}_0\text{)}} \quad \text{și}$$

$$Rd = \frac{\text{Dobânzi plătite (Dob 1)}}{\text{Datorii inițiale (DAT}_0\text{)}}$$

Riscul nu depinde numai de factorii generali (preț de vânzare, cost, cifra de afaceri) ci și de structura costurilor, respectiv comportamentul lor față de volumul de activitate. Structura cheltuielilor și în special repartitia între cheltuielile fixe și cheltuielile variabile în raport cu cifra de afaceri, exercită o influență marcantă asupra rentabilității, ceea ce justifică determinarea unui “efect de levier al exploatarei” și, mai mult, formularea modelului de analiză al “punctului mort”.

Cheltuielile variabile sunt direct proporționale cu nivelul producției (materii prime și materiale directe, salariile personalului direct productiv etc.).

Cheltuielile fixe – independente de nivelul activității, sunt angajate în scopul funcționării normale a întreprinderii, fiind plătite chiar în absența unei cifre de afaceri (apă, electricitate, întreținere). Această grupare trebuie abordată prin prisma timpului, deoarece pe termen lung toate cheltuielile sunt considerate variabile și numai pe termen scurt unele sunt variabile și altele fixe.

Riscul de exploatare depinde în special de nivelul cheltuielilor fixe, același nivel al cheltuielilor fixe fiind mult mai bine absorbit de o cifră de afaceri mai mare. Dar importanța cheltuielilor fixe nu poate fi apreciată în valoarea absolută ci numai în raport de marja generată de întreprindere, deoarece există sectoare, cum ar fi acela al serviciilor, în care raportul cifră de afaceri/cumpărări este foarte mare, deci cheltuielile fixe sunt mai ușor absorbite prin cifra de afaceri.

Sinteza între cheltuielile fixe și cel al marjei o realizează punctul mort, evidențiat prin analiza Cost-Volum-Profit. **Punctul mort** sau **punctul critic** reprezintă nivelul de activitate (cifra de afaceri) care absoarbe în totalitate cheltuielile de exploatare ale unei perioade iar rezultatul este nul.

Punctul mort, denumit și “**prag de rentabilitate**”, evidențiază nivelul minim de activitate la care trebuie să se situeze întreprinderea pentru a nu lucra în pierdere. Depășind acest nivel, activitatea societății devine rentabilă, deci riscul economic va fi cu atât mai mic cu cât nivelul punctului mort va fi mai redus.

Determinarea pragului de rentabilitate se poate face, după caz, în unități fizice, valorice sau în număr de zile, pentru un singur produs, sau pentru întreaga activitate a întreprinderii.

La **întreprinderile monoprodactice** (fabrică un singur produs) **pragul de rentabilitate în unități fizice** se determină pornind de la ipoteza unui cost variabil unitar constant ($cv = ct$) în raport cu creșterea volumului producției. Aceasta înseamnă că, indiferent de volumul fizic al producției vândute (Q), cheltuielile variabile pe unitatea de produs sunt constante, variind în schimb volumul total al acestora (CV).

$$CV = cv \times Q$$

De asemenea, se pornește și de la ipoteza constanței prețului unitar de vânzare (pv) indiferent de volumul produselor fizice vândute (Q). Altfel spus, piața absoarbe toată producția la același preț.

$$CA = pv \times Q$$

În baza acestor ipoteze, **pragul de rentabilitate liniar**, reprezentând volumul fizic al producției vândute care acoperă totalul cheltuielilor (cheltuieli fixe + cheltuieli variabile; $CT = CF + CV$), iar rezultatul exploatarei este nul ($RE = 0$), se determină după relația:

$$CA = CT \text{ iar } RE = 0$$

$$CA = CV + CF$$

$$pv \times Q = cv \times Q + CF$$

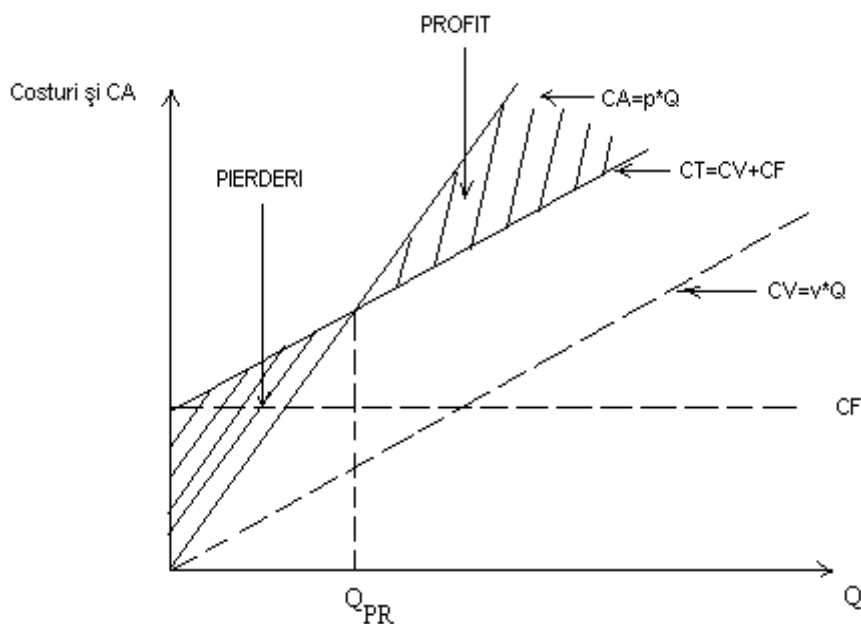
$$pv \times Q - cv \times Q = CF \Rightarrow = CF / (pv - cv)$$

în care: Q_{PR} = volumul fizic al producției vândute pentru a atinge pragul de rentabilitate (PR), iar:

$pv - cv$ = marja unitară asupra cheltuielilor variabile (m_{cv}) sau marja brută de acumulare pe unitatea de produs

$$\text{Rezultă că: } Q_{PR} = CF / m_{cv}$$

Graficul din figura 3.1. oferă managerului posibilitatea de a analiza stabilitatea profitului.



Reprezentarea grafică a pragului de rentabilitate liniar

Se constată că în Q_{PR} întreprinderea nu degajă nici profit nici pierdere. Instabilitatea profitului este cu atât mai mare cu cât întreprinderea este mai aproape de punctul său critic. Când nivelul de activitate (CA) se situează în vecinătatea punctului critic, o mică variație a cifrei de afaceri antrenează o mare variație a profitului;

Când $Q < Q_{PR}$ costurile depășesc CA , iar întreprinderea lucrează în pierdere;

Când $Q > Q_{PR}$ costurile sunt compensate de CA suficient de mare pentru a degaja și profit.

Cu cât Q (producția) este mai mare față de acest punctaj critic, cu atât mai mult profitul va crește

înglobând marjele unitare brute aferente vânzărilor suplimentare (cheltuielile fixe sunt absorbite deja de vânzările realizate până la punctul mort).

Cheltuielile fixe, repartizate asupra întregii producții, fiind cu atât mai reduse pe unitatea de produs cu cât volumul producției este mai mare, vor fi recuperate prin vânzările inițiale (vânzări realizate până la atingerea punctului critic). În realitate însă, cheltuielile fixe nu prezintă o anumită constanță pentru toate nivelurile de activitate, și de aceea, chiar dacă costurile variabile respectă regula proporționalității, modificarea costurilor totale determină apariția unui nou prag de rentabilitate.

Totodată, în realitatea economică, prețul de vânzare nu poate rămâne constant, deoarece concurența oferă situații diverse. Astfel, în cazul scăderii cererii pe piață (neprevăzută de întreprindere), prețurile vor scădea.

Acest fenomen va fi însoțit de întârzierea plăților, creșterea stocurilor, a provizioanelor pentru exploatare cât și a celor pentru riscuri și cheltuieli.

Drept urmare, cheltuielile relativ constante sporesc considerabil, iar profitul va înregistra o scădere semnificativă. În consecință, va crește nivelul pragului de rentabilitate, iar în reprezentarea grafică aceasta se va deplasa spre dreapta pe axa absciselor. În cazul în care cererea de produse pe piață crește, prețurile și implicit profitul vor crește, determinând o scădere a punctului critic, deci o deplasare spre stânga pe axa absciselor. Prin urmare, punctul de echilibru nu este un concept static, nu există un punct critic absolut, ci un prag de rentabilitate cu un anumit orizont de calcul.

Pentru a determina **pragul de rentabilitate în unități valorice, la întreprinderile monoproduse**, se înmulțește pragul de rentabilitate în volum (Q_{PR}) cu prețul de vânzare unitar (p_v) obținându-se următoarea relație:

$$P \times Q_{PR} = CF/mcv \times p_v, \text{ dar } mcv/p_v \times 100 = R_{mcv} \\ (\text{rata marjei asupra costului variabil unitar})$$

$$\Rightarrow CA_{PR} = Q_{PR} \times p_v \text{ sau } CA_{PR} = CF/R_{mcv}$$

Potrivit ultimei relații, pragul de rentabilitate reprezintă valoarea cifrei de afaceri pentru care suma cheltuielilor fixe este egală cu marja absolută asupra costului variabil.

Pentru unitățile care produc și comercializează o **gamă variată de produse**, pragul de rentabilitate valoric pentru întreaga activitate a întreprinderii, stabilit pe baza contului de profit și pierdere, are următorul model:

$$CA_{PR} = CF (\text{absolute}) / MCV\%$$

în care: MCV% - rata marjei asupra cheltuielilor variabile.

În procesul decizional, prezintă interes deosebit, stabilirea **pragului de rentabilitate în zile**, având semnificația datei calendaristice la care pragul de rentabilitate este atins (exemplu: dacă $PR_{zile} = 51$ zile, înseamnă că cifra de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate a fost atinsă pe data de 20 februarie).

Aceasta se stabilește astfel:

$$PR_{zile} = CA_{PR} / CA_{realizată} \times 360$$

Evaluarea riscului de exploatare pornind de la modelul pragului de rentabilitate se concretizează în două maniere complementare:

a. fie calculând rata care exprimă direct riscul de exploatare (R_{PR}):

$$R_{PR} = (CA_{PR} / CA_{reală}) \times 100$$

Cu cât această rată este mai mare, cu atât riscul va fi mai mare și invers.

b. fie calculând **indicele de securitate** (I_s), care evidențiază marja de securitate de care dispune întreprinderea:

$$I_s = CA_{\text{reală}} - CA_{PR} / CA_{\text{reală}}$$

Marja de securitate a întreprinderii va fi cu atât mai mare cu cât indicele este mai mare.

Aprecierea riscului de exploatare structural poate fi făcută și cu ajutorul unui **“indicator de poziție”** față de pragul de rentabilitate, indicator exprimat atât în mărimi absolute (α), cât și în mărimi relative (α') potrivit relațiilor:

$$\alpha = CA_{\text{reală}} - CA_{PR} \quad \text{sau} \quad \alpha' = CA_{\text{reală}} - CA_{PR} / CA_{PR}$$

Poziția absolută (α) denumită și **flexibilitate absolută** evidențiază capacitatea întreprinderii de a-și adapta producția la cerințele pieței. Este de dorit ca acest indicator să fie cât mai mare, pentru a evidenția o flexibilitate ridicată a întreprinderii, respectiv un risc de exploatare cât mai redus. Indicatorul de poziție relativ (α') denumit și **coeficientul de volatilitate**, înregistrează valori mai mici atunci când riscul este minim. El are aceeași valoare informațională ca și flexibilitatea absolută.

Studiile realizate în economiile occidentale apreciază situația întreprinderilor în raport cu pragul de rentabilitate astfel:

- instabilă, dacă $CA_{\text{reală}}$ este cu mai puțin de 10% deasupra pragului de rentabilitate;
- relativ stabilă, dacă $CA_{\text{reală}}$ este cu 20% deasupra punctului critic;
- confortabilă, dacă $CA_{\text{reală}}$ depășește punctul critic cu peste 20%.

Modelul pragului de rentabilitate prezentat este fundamentat pe ipoteza privind liniaritatea evoluției indicatorilor financiari (CA , costuri) pe toată perioada supusă analizei.

Analiza pragului de rentabilitate liniar oferă informații de gestiune interesante din punct de vedere al calculului economic, dar mai puțin pertinente sub aspectul realității economice, datorită următoarelor **limite**:

- presupune o cerere limitată, la preț fix cât și randamente constante;
- orizontul pe care îl are în vedere este scurt și nu determină modificări în structura producției. În realitate, separația în cheltuieli variabile și cheltuieli fixe nu rămâne constantă în timp și nici pentru variații mai mari ale cifrei de afaceri. De aceea, metoda poate fi aplicată cu succes doar la întreprinderile mici, la nivelul de atelier, precum și la întreprinderile cu activitate comercială la care această structură nu suportă modificări sensibile.

Cu toate aceste limite, calculul pragului de rentabilitate poate fi utilizat de conducerea întreprinderii din următoarele considerente:

- furnizează informații cu privire la nivelul minim de activitate necesar pentru a obține profit;
- permite sub diferite ipoteze anticiparea profitului;
- este un instrument ce ajută la luarea deciziei privind investițiile pentru produsele noi, investițiile de modernizare sau de dezvoltare a întreprinderii; oferă explicații privind abaterile dintre previziuni și realizări. În acest sens, punctul critic indică, într-o anumită măsură, faptul că scăderea profitului este datorată, fie scăderii vânzărilor, fie unei creșteri a costurilor fixe sau a celor variabile și invers.

Evidențierea efectului de levier al îndatorării întreprinderii

Efectul multiplicator al finanțării prin împrumut, pe care l-am evidențiat descompunând rentabilitatea financiară în rentabilitate economică și rata globală a îndatorării, poate fi explicat astfel: în măsura în care rentabilitatea economică a întreprinderii este superioară costului îndatorării care finanțează parțial investițiile (la mod general – nevoile) rentabilitatea capitalurilor proprii crește. Îndatorarea are, deci, un efect benefic asupra rentabilității capitalurilor proprii.

Dar, relația prezentată anterior este nerelevantă pentru a pune în evidență “efectul de levier” deoarece nu reflectă nici remunerarea capitalurilor împrumutate, nici influența fiscalității.

De aceea vom recurge la o altă descompunere a rentabilității financiare:

$$\frac{\text{Rezultatul net}}{\text{Capitaluri proprii}} = \frac{\text{Rezultatul exploatarii}}{\text{Activ total}} \times \frac{\text{Rezultatul net}}{\text{Rezultatul exploatarii}} \times \frac{\text{Pasiv total}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

$$\text{Rentabilitatea economică} = \frac{\text{Rezultatul exploatării}}{\text{Activ total}}$$

$$\text{Iar Impactul îndatorării} = \frac{\text{Rezultatul net}}{\text{Rezultatul exploatării}} \times \frac{\text{Pasiv total}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

deci,

$$\text{Rentabilitatea financiară} = \text{Rentabilitatea economică} \times \text{Impactul îndatorării}.$$

Ultimii doi termeni grupați sub denumirea “impactul îndatorării” reflectă influența cheltuielilor financiare (nete) și respectiv coeficientul de îndatorare (rata îndatorării globale).

În aceste condiții, profitul net (Pn) este determinat de rezultatul exploatării (RE) corectat cu dobânzile (Dob) la capitalurile împrumutate și cu impozitul pe profit:

$$Pn = (RE - Dob) (1 - t)$$

Din relația de calcul a rentabilității economice se obține rezultatul brut al exploatării (RE) ca remunerare a întregului activ economic:

$$Re = RE / AE, \text{ de unde } RE = Re \times AE$$

Cum însă activul economic este finanțat integral din capitalurile proprii și cele împrumutate, RE se poate scrie:

$$RE = Re(CP + DAT)$$

Dobânda ca remunerare a capitalurilor împrumutate, la un nivel dat al ratei de dobândă, rezultă din relația:

$$Dob = DAT \times Rd$$

Rata rentabilității financiare, în aceste condiții devine:

$$R_f = \frac{P_{net}}{CP} = \frac{RE - Dob}{CP}(1-t) = \frac{(R_e \times AE) - (DAT \times Rd)}{CP}(1-t) =$$

$$= \frac{R_e(CP + DAT) - (DAT \times R_d)}{CP} \times (1-t)$$

De unde:

$$R_f = [R_e + (R_e - R_d)DAT / CP] (1 - t)$$

$$R_f = R_e + \text{Efectul de levier al îndatorării}$$

$$\text{Efectul de levier} = (R_e - R_d) DAT / CP,$$

în care: t = cota de impozit pe profit.

În această relație fundamentală, termenul $(R_e - R_d)$ este numit **“levier”**, iar termenul DAT/CP – **“brațul levierului”** (anumiți autori atribuie adesea denumirea de levier acestui coeficient de îndatorare, dar aceste nuanțe nu prezintă o semnificație deosebită).

Efectul generat de îndatorare antrenează modificarea nivelului rentabilității capitalurilor proprii, în sensul creșterii sau scăderii sale, după cum rentabilitatea economică este superioară sau inferioară costului mediu al datoriilor. Acest efect va fi amplificat prin brațul levierului, cu cât ponderea îndatorării în sursele de finanțare va fi mai ridicată.

- Dacă levierul $(R_e - R_d)$ este pozitiv, rentabilitatea va fi cu atât mai mare cu cât îndatorarea va fi mai importantă (fiecare procent de creștere a îndatorării va determina o creștere a rentabilității financiare egală cu diferența dintre R_e și R_d). Întreprinderea are, în acest caz, interesul să se împrumute la maxim, pentru a beneficia de **“efectul de levier”**.
- Dacă levierul $(R_e - R_d)$ este negativ, creșterea îndatorării are efect nefavorabil astfel încât, cu fiecare procent de creștere a îndatorării, rentabilitatea financiară se va diminua cu diferența dintre rata rentabilității și rata medie a dobânzii. În această situație întreprinderea va trebui să “muncească pentru bancherii săi”.

Pornind de la un anumit echilibru care trebuie să existe între durata unei operații de finanțat și durata mijloacelor de finanțare corespunzătoare, bilanțul financiar pune în evidență două reguli principale ale finanțării, respectiv: nevoile permanente de alocare a fondurilor bănești vor fi acoperite din capitaluri permanente, îndeosebi din capitaluri proprii, în timp ce nevoile temporare vor fi, în mod normal, finanțate din resurse temporare. Nerespectarea regulilor de finanțare va determina o situație de dezechilibru financiar.

Cele două părți ale bilanțului financiar, cuprinzând elemente de activ în strânsă corespondență cu cele de pasiv, reflectă **echilibrul financiar pe termen lung** și **echilibrul financiar pe termen scurt**.

Când sursele permanente sunt mai mari decât necesitățile permanente de alocare a fondurilor bănești, întreprinderea dispune de un **fond de rulment**. Acest excedent de resurse permanente degajat de ciclul de finanțare al imobilizărilor poate fi utilizat sau rulat pentru reînnoirea activelor circulante. Deci, fondul de rulment apare ca o **marjă de securitate** financiară care permite

întreprinderii să facă față, fără dificultate, riscurilor diverse pe termen scurt. Această marjă de securitate financiară garantează solvabilitatea întreprinderii, permițând acesteia, în caz de probleme comerciale sau la nivelul ciclului financiar al exploatarei (reducerea temporară a vânzărilor, întârzierea plăților către clienți, accelerarea plăților către furnizori, etc.), conservarea unei anumite autonomii, respectiv a unei independențe financiare față de creanțierii săi.

Noțiunea de fond de rulment poate avea mai multe formulări, însă două dintre ele prezintă interes deosebit și merită reținute drept concepte fundamentale ale analizei financiare. Este vorba de **fondul de rulment net** sau permanent, pe de o parte, și **fondul de rulment propriu**, pe de altă parte. Fondul de rulment permanent determinat pe baza bilanțului financiar (bilanțul lichiditate-exigibilitate) îl constituie un **fond de rulment lichiditate** sau fond de rulment financiar (FRF) și poate fi stabilit prin două modalități:

$$1. \quad \boxed{\text{FRF} = \text{CAPITALURI PERMANENTE} - \text{NEVOI PERMANENTE}} \\ \text{(excl.amortiz. și proviz.)} \quad \text{(în valoare netă)}$$

sau

$$\boxed{\text{FRF} = \text{CAPITALURI PERMANENTE} - \text{NEVOI PERMANENTE}} \\ \text{(plus amortiz. și provizioane)} \quad \text{(în valoare brută)}$$

În această abordare, fondul de rulment financiar este o parte a capitalurilor permanente degajată de etajul superior al bilanțului pentru a acoperi nevoile de finanțare din partea de jos a bilanțului.

$$\boxed{\text{FRF} = \text{ACTIV CIRCULANT NET} - \text{DATORII MAI MICI DE UN AN}} \\ \text{(cu lichiditate mai mica de un)} \quad \text{(inclusiv pasivele de trezorerie)}$$

În această ipoteză, fondul de rulment financiar evidențiază surplusul activelor circulante nete în raport cu datoriile temporare, sau partea activelor circulante nefinanțată de datoriile pe termen scurt.

Prima modalitate de exprimare este specifică practicii și literaturii de specialitate din Franța, iar a doua, țărilor anglo-saxone. Dar, trebuie menționat că indiferent de modalitatea de calcul, în logica financiară nu există decât un singur fond de rulment.

În funcție de ***mărimea celor două mase bilanțiere din partea de sus a bilanțului financiar***, pot fi puse în evidență următoarele trei situații:

a) Capitaluri permanente \geq Activ imobilizat net \Rightarrow FRF \geq 0

Deoarece fondul de rulment financiar este pozitiv, capitalurile permanente finanțează o parte din activele circulante, după finanțarea integrală a imobilizărilor nete. Această situație pune în evidență fondul de rulment financiar ca expresie a **realizării echilibrului financiar pe termen lung** și a contribuției acestuia la înfăptuirea echilibrului financiar pe termen scurt.

b) Capitaluri permanente $<$ Activ imobilizat net \Rightarrow FRF $<$ 0

Valoarea negativă a FRF reflectă absorbirea unei părți din resursele temporare pentru finanțarea unor nevoi permanente, contrar principiului de finanțare: nevoilor permanente li se alocă resurse permanente. Această situație generează un **dezechilibru financiar** care trebuie analizat în funcție de specificul activității desfășurate de întreprinderea respectivă. Dezechilibrul poate fi considerat o situație periculoasă, alarmantă în cazul întreprinderilor cu profil industrial, fiind o situație permisă întreprinderilor cu activitate comercială, pentru care datoriile față de furnizorii de mărfuri (fiind în volum mare și reînnoibile continuu) pot fi asimilate resurselor permanente. Situația

întreprinderilor industriale poate deveni critică, sub aspectul nevoii de rambursare a datoriilor pe termen scurt, care au finanțat parțial imobilizările, înainte ca acestea să intre în funcțiune sau înainte de degajarea surplusului monetar din vânzări (corespunzător amortizării imobilizărilor respective), cât și sub aspectul costului ridicat de procurare al creditelor pe termen scurt renegociate în mod constant, uneori în condiții de dobândă, rambursare și garantare mai puțin avantajoase, în raport cu cele pe termen lung.

c) Capitaluri permanente = Activ imobilizat net \mp FRF = 0

Aceasta situație mai puțin probabilă, implică o **armonizare totală a structurii resurselor cu necesitate de alocare** a acestora (se asigură echilibrul maselor bilanțiere de aceeași durată).

Pornind de la **a doua modalitate de calcul a fondului de rulment financiar**, pe baza elementelor din partea de jos a bilanțului, pot fi evidențiate de asemenea trei situații:

- **Activ circulant net \times Datorii pe termen scurt \mp Capitaluri permanente \times Activ imobilizat net \mp FRF \times 0**

Activele circulante transformabile în lichidități într-un termen scurt (sub un an) vor permite nu numai rambursarea integrală a datoriilor pe termen scurt (exigibile într-un interval de timp sub un an), dar în egală măsură și degajarea lichidităților excedentare. Această situație reflectă o perspectivă favorabilă întreprinderii sub aspectul solvabilității sale.

- **Activ circulant net \times Datorii pe termen scurt \mp Capitaluri permanente \times Activ imobilizat net \mp FRF \times 0**

Situația în care activele circulante transformabile în lichidități și insuficiente pentru rambursarea datoriilor pe termen scurt reflectă, cel puțin la prima vedere, o stare de dezechilibru, o situație nefavorabilă sub aspectul solvabilității. Dar, aprecierea pertinentă a perspectivelor solvabilității întreprinderii presupune analiza detaliată a structurii activelor circulante și a datoriilor pe termen scurt, în acest sens fiind utilă **situația creanțelor și datoriilor** întocmită în funcție de lichiditatea și, respectiv, exigibilitatea acestora.

Dacă scadența medie a activelor circulante este mai apropiată decât a datoriilor pe termen scurt, echilibrul financiar poate fi asigurat și în condițiile unui fond de rulment financiar negativ. Acesta este cazul întreprinderilor cu activitate comercială. În această situație, cea mai mare parte a clienților făcând plățile la zi, apare posibilitatea de stingere a obligațiilor față de furnizorii la termen (datoriile față de furnizori fiind asimilate resurselor permanente).

- **Activ circulant net = Datorii pe termen scurt \mp Capitaluri permanente = Activ imobilizat net \mp FRF = 0**

În această situație, cel puțin probabilă, activele circulante acoperă “strict” datoriile pe termen scurt fără posibilitatea degajării unui excedent de lichiditate.

Se constată că ambele modalități de stabilire a fondului de rulment pun în evidență două aspecte diferite, dar complementare, ale aceluiași indicator.

Formula care pune în discuție etajul inferior al bilanțului financiar prezintă interes pentru faptul că evidențiază în termeni mai concreți problema solvabilității viitoare a întreprinderii. Determinat prin confruntarea directă dintre lichiditățile previzibile pe termen scurt (activele circulante) și angajamentele imediat exigibile (datoriile pe termen scurt), indicatorul fond de rulment financiar capătă semnificația unui **excedent de lichidități potențiale** sau marja de securitate față de riscurile activității economice.

Stabilirea fondului de rulment financiar pe baza maselor bilanțiere din etajul superior al bilanțului financiar este importantă deoarece pune în evidență **influența structurii de finanțare** asupra constituirii fondului de rulment financiar. Fondul de rulment financiar poate fi analizat, în continuare, în funcție de structura capitalurilor permanente, analiză care pune în evidență gradul în care echilibrul financiar se asigură prin capitalurile proprii. Indicatorul care relevă acest grad de autonomie financiară, sau de libertate în luarea deciziilor de investiții privind dezvoltarea întreprinderii este **fondul de rulment propriu**, adică excedentul capitalurilor proprii în raport cu imobilizările nete, determinat conform relației:

$$\text{FR propriu} = \text{CAPITALURI PROPRII} - \text{IMOBILIZĂRI NETE}$$

Rezultatul negativ al acestei relații de calcul, denumit **fond de rulment împrumutat**, reflectă măsura îndatorării pe termen lung, pentru finanțarea nevoilor pe termen scurt.

$$\text{FR împrumutat} = \text{FRF} - \text{FR propriu}$$

Dacă avem în vedere structura de finanțare a fondului de rulment financiar, constatăm că existența acestuia (FRF pozitiv) nu exprimă întotdeauna o situație de echilibru financiar în condiții de autonomie financiară (FR propriu poate fi negativ), întrucât fondul de rulment financiar poate fi constituit integral pe seama împrumuturilor pe termen lung (FR împrumutat pozitiv), iar marja de siguranță pe care acesta o asigură pentru finanțarea nevoilor temporare protejează întreprinderea de riscul insolvabilității numai până la scadența acestor datorii nu și în perspectivă.

Valoarea informativă deosebită a fondului de rulment, conferită de poziția strategică a acestuia, de a realiza legătura între cele două părți ale bilanțului financiar, conduce la aprecierea că fondul de rulment reprezintă cel mai important indicator al echilibrului financiar, lichiditate – exigibilitate. În cele din urmă, fondul de rulment este rezultatul arbitrajului între finanțarea pe termen lung și cea pe termen scurt.

Pornind de la un anumit echilibru care trebuie să existe între nevoile temporare și resursele temporare, bilanțul patrimonial pune în evidență un alt indicator de echilibru financiar denumit **nevoia de fond de rulment** (NFR).

$\text{NEVOIA DE FOND DE RULMENT} = \text{NEVOI TEMPORARE} - \text{RESURSE TEMPORARE}$
--

De menționat este faptul că nevoile temporare nu conțin disponibilități, în timp ce resursele temporare nu includ creditele bancare pe termen scurt.

Dacă nevoia de fond de rulment este pozitivă, ea semnifică existența unui surplus de nevoi temporare în raport cu resursele temporare posibil de mobilizat. Situația în care nevoia de fond de rulment este pozitivă poate fi considerată normală numai dacă este rezultatul unei politici de investiții privind creșterea nevoii de finanțare a ciclului de exploatare. În caz contrar, nevoia de fond de rulment poate evidenția un decalaj nefavorabil între lichiditatea stocurilor și creanțelor, pe o parte, și exigibilitatea datoriilor de exploatare, pe de altă parte, respectiv încetinirea încasărilor și urgentarea plăților. Valoarea sa negativă evidențiază surplusul resurselor temporare în raport cu nevoile corespunzătoare ale capitalurilor circulante, sau necesități temporare mai mici decât sursele temporare posibil de mobilizat. Asemenea situație poate fi apreciată favorabil dacă este rezultatul accelerării rotației activelor circulante și al angajării unor datorii cu scadențe mai mari, adică s-au urgentat încasările și s-au relaxat plățile.

Acesta este un caz frecvent întâlnit la întreprinderile cu activitate comercială, datorită creditelor-furnizor mult mai mari decât creditele-client. În acest caz, nevoia de fond de rulment negativă constituie o sursă temporară care nu trebuie finanțată, ci dimpotrivă, aceasta finanțează fondul de rulment și trezoreria. În caz contrar, nevoia de fond de rulment negativ evidențiază o

situație nefavorabilă, datorată unor întreruperi temporare în aprovizionarea și reînnoirea stocurilor sau în activitatea de producție.

În cazul analizei patrimoniale, diferența dintre fondul de rulment financiar și nevoia de fond de rulment reprezintă **trezoreria netă** (TN).

$$\text{TREZORERIA NETĂ} = \text{FOND DE RULMENT} - \text{NEVOIA DE FOND DE RULMENT}$$

Trezoreria netă pozitivă este rezultatul întregului echilibru financiar al întreprinderii. Dacă trezoreria netă este pozitivă ($\text{FRF} \gg \text{NFR}$), atunci excedentul de finanțare, expresia cea mai concludentă a desfășurării unei activități eficiente se va regăsi sub forma disponibilităților bănești în conturi bancare și în casă. Această situație favorabilă se concretizează printr-o îmbogățire a trezoreriei, întrucât întreprinderea dispune din abundență de lichidități care îi permit atât rambursarea datoriilor financiare pe termen scurt, cât și efectuarea diverselor plasamente eficiente și în deplină siguranță pe piața monetară și/sau financiară. Se poate vorbi, în acest caz, chiar de o autonomie financiară pe termen scurt. Înregistrarea unei trezorerii nete pozitive în cadrul mai multor exerciții succesive demonstrează o rentabilitate economică ridicată și posibilitatea plasării rentabile a disponibilităților bănești pentru întărirea poziției întreprinderii pe piață.

Trezoreria netă negativă ($\text{FRF} \ll \text{NFR}$) semnifică un dezechilibru financiar la închiderea exercițiului contabil, un deficit monetar acoperit prin angajarea de noi credite pe termen scurt. Această situație evidențiază **dependența întreprinderii de resursele financiare externe**. În acest caz, se urmărește obținerea celui mai mic cost de procurare a noilor credite, prin negocierea mai multor surse de astfel de capital (credite de trezorerie, credite de scont, etc.). Situația de dependență, sau de tensiune asupra trezoreriei, în care lichiditățile sau cvasilichiditățile sunt insuficiente pentru rambursarea creditelor pe termen scurt, **limitează autonomia financiară pe termen scurt**. Chiar dacă trezoreria netă negativă evidențiază o anumită dependență financiară, aceasta nu trebuie să fie interpretată implicit ca o stare de insolvabilitate. Pot exista întreprinderi, cu o astfel de situație, care să supraviețuiască și să prospere, dacă partenerii lor financiari acceptă menținerea resurselor de trezorerie încredințate acestora pentru acoperirea pasivului exigibil.

Echivalența între fondul de rulment financiar și nevoia de fond de rulment corespunde unei situații în care **echilibrul trezoreriei este perfect asigurat**, fără excedent sau fără deficit. Aceasta înseamnă că fondul de rulment financiar permite finanțarea integrală a nevoi de fond de rulment ($\text{FRF} = \text{NFR}$) și atunci întreprinderea poate evita dependența sa față de resursele de trezorerie.

În acest moment al analizei se remarcă dependența trezoreriei față de variația nevoii de fond de rulment, respectiv a decalajelor între încasările creanțelor și plățile datoriilor scadente. În aceste condiții, o întreprindere poate fi rentabilă fără a avea în mod automat și o trezorerie netă pozitivă, aceasta din urmă depinzând nu numai de variațiile necesităților de finanțare (stocuri), ci și de variațiile termenelor de scadență a încasărilor și plăților.

Din analiza evoluției trezoreriei de la un exercițiu la altul, se desprinde un indicator cu o deosebită putere de sinteză denumit **cash – flow**. Creșterea trezoreriei nete, pe perioada exercițiului contabil analizat, reprezintă cash-flow-ul perioadei (CF), determinat conform relației:

$$\text{CF} = \Delta \text{TN} = \text{TN}_1 - \text{TN}_0$$

în care: TN_1 (TN_0) reprezintă trezoreria netă la sfârșitul (începutul) exercițiului contabil.

Dacă fluxul monetar net al exercițiului, respectiv cash-flow-ul perioadei, este pozitiv, aceasta semnifică o creștere a capacității reale de finanțare a investițiilor, în consecință, o îmbogățire a activului net real și o confirmare a majorării valorii proprietății. O valoare negativă a cash-flow-ului sugerează o situație inversă.

4.1.2. Evidențierea riscului de faliment prin intermediul ratelor structurii financiare

În urmărirea aceluiași obiectiv, respectiv al evidențierii stării de echilibru financiar, se recomandă și utilizarea unui sistem de indicatori exprimați sub formă relativă. **Conceperea** unei

metode a ratelor răspunde necesităților de analiză tehnică atât la nivelul întreprinderii cât și al organismelor bancare și a celor de studii financiare. Metoda propusă este prezentată eșalonat pe parcursul lucrării, în funcție de obiectivele analizei.

Aceste rate caracterizează modalitățile de realizare a echilibrului financiar pe termen lung și pe termen scurt și apreciază importanța îndatorării asupra gestiunii financiare a întreprinderii, evidențiind și principalele mutații intervenite în structura surselor, generate de schimbările interne și de interacțiunea cu mediul economico-social.

Ratele structurii financiare cuprind, în principal, două grupe: ratele echilibrului financiar și ratele de îndatorare.

A) Ratele echilibrului financiar

Ratele echilibrului financiar sunt, de fapt, expresia realizării echilibrului financiar pe termen lung și scurt, evidențiind existența sau inexistența fondului de rulment financiar, a nevoii de fond de rulment și a trezoreriei nete. Din această categorie fac parte ratele financiare și ratele de lichiditate.

I. Ratele de finanțare

Ratele de finanțare pun în evidență modalitățile de finanțare ale investitorilor întreprinderii care pot fi: strategice, de exploatare și de echilibru.

1. Rata de finanțare a imobilizărilor sau rata fondului de rulment evidențiază condițiile de finanțare a imobilizărilor:

$$R_{FRF} = \frac{\text{Capitaluri permanente}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

O valoare supraunitară arată faptul că ansamblul imobilizărilor este finanțat de capitalurile permanente. Această rată exprimă (în termeni relativi) un indicator echivalent celui de fond de rulment în valoare absolută.

Creșterea valorii raportului corespunde, unei ameliorări a structurii de finanțare, iar diminuarea lui exprimă o deteriorare a situației, cu excepția cazului în care aceasta este voluntară și datorată stabilizării structurilor financiare (reducerea capitalurilor proprii inițial foarte ridicate, rambursarea împrumuturilor neutilizate, etc.). În termeni nominali, valoarea ratei nu reflectă întocmai realitatea, întrucât omogenitatea între numărător și numitor este adesea denaturată de inflație.

De asemenea, poate fi determinată o rată referitoare la finanțarea proprie a imobilizărilor, denumită **rata fondului de rulment propriu**, sau rata de finanțare a capitalurilor proprii, care se dorește a fi supraunitară:

$$R_{FR \text{ propriu}} = \frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Active imobilizate nete}}$$

2. Rata de finanțare a nevoii de fond de rulment (R_{NRF}) evidențiază proporția corespunzătoare dintre fondul de rulment financiar care finanțează nevoia de fond de rulment:

$$R_{NRF} = \frac{\text{Fond de rulment financiar}}{\text{Nevoia de fond de rulment}}$$

3. Rata de finanțare a exploatării, sau rata creditelor de trezorerie (R_{CT}) este complementară cu rata de finanțare a nevoii de fond de rulment și măsoară gradul în care întreprinderea angajează credite bancare pe termen scurt pentru a suplini capacitatea de finanțare a nevoilor temporare:

$$R_{CT} = \frac{\text{Credite de trezorerie}}{\text{Nevoia de fond de rulment}}$$

II. Ratele de lichiditate

Ratele de lichiditate, sau de trezorerie, caracterizează situația financiară a întreprinderii pornind de la structura bilanțului financiar (etajul inferior al acestuia). În fapt, acesta măsoară capacitatea de plată a întreprinderii, respectiv solvabilitatea pe termen scurt. Ratele de lichidare sunt relevante pentru comparațiile realizate între întreprinderile din același sector sau între ratele cronologice realizate de aceeași întreprindere.

Gradul în care întreprinderea poate face față datoriilor pe termen scurt este dat de un sistem de rate de lichiditate care cuprinde: rata lichidității generale (globale), rata lichidității reduse și rata lichidității imediate.

1. Rata lichidității generale (R_{LG}), sau rata capacității de plată a ciclului de exploatare, reprezintă un mod de exprimare relativă a fondului de rulment financiar. Lichiditatea generală reflectă posibilitatea componentelor patrimoniale curente de a se transforma într-un termen scurt în lichidități pentru a satisface obligațiile de plată exigibile.

Lichiditatea globală se apreciază favorabil atunci când rata lichidității generale are o mărime supraunitară, cuprinsă între 2 și 2,5:

$$R_{LG} = \frac{\text{Active cu lichiditate sub un an}}{\text{Pasive cu exigibilitate sub un an}}$$

sau

$$R_{LG} = \frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii exigibile pe termen scurt}}$$

Valoarea supraunitară a ratei dovedește că, cel puțin pe termen scurt, întreprinderea are capacitatea de a-și achita datoriile exigibile. Aceasta constituie pentru bancă un grad mărit de siguranță în acordarea noilor credite, concretizat prin existența unui fond de rulment financiar care îi permite întreprinderii să facă față incidentelor care apar în mișcarea activelor circulante sau a unor deteriorări în valoarea acestora. Cu cât raportul este mai mare decât 1, cu atât mai mult întreprinderea este pusă la adăpost de o insuficiență de trezorerie care ar putea fi provocată de rambursarea datoriilor la cererea creanțierilor.

Lichiditatea generală are, însă, o marjă sporită de aproximare datorită numărului mare de variabile care o influențează, cum ar fi: natura sectorului de activitate, structura activelor circulante, rotația activelor circulante, intensitatea sezonality, etc. De aceea, lichiditatea trebuie stabilită și prin implicarea în analiză a gradului de realizare a activelor, respectiv pasivelor circulante. În acest sens, considerăm oportună completarea analizei lichidității, în subcapitolul următor, cu sistemul ratelor privind rotația capitalurilor.

Rata lichidității generale compară ansamblul lichidităților potențiale (active transformabile în monedă pe termen scurt) cu exigibilitățile potențiale (datorii rambursabile pe termen scurt). Dacă lichiditățile sunt mai mici decât exigibilitățile potențiale ($R_{LG} < 1$), înseamnă că datoriile exigibile pe termen scurt nu sunt acoperite, în principiu, de capitalurile circulante, astfel că fondul de rulment financiar a devenit negativ. Aceasta situație sesizează faptul că întreprinderea a mobilizat o parte din fondurile provenite din creditele bancare pe termen scurt, ceea ce contravine regulilor de finanțare. Valoarea subunitară a raportului nu prezintă pericol, în condițiile în care gradul de lichiditate al activelor circulante este mai mare decât cel de exigibilitate al datoriilor pe termen scurt. Aceasta înseamnă că stocurile se reduc treptat, pentru a putea achita datoriile exigibile pe termen scurt, fără însă a stânjeni continuitatea producției, iar datoriile se reînnoiesc în mod constant.

În ceea ce privește analiza evoluției lichidității, nu este suficient ca raportul să fie supraunitar, ci este necesar ca sensul acestuia să fie crescător. O evoluție descendentă a lichidității ilustrează o activitate în declin, creditorii trebuind să fie circumspecți în acordarea de noi împrumuturi.

2. Rata lichidității reduse (R_{LR}) exprimă capacitatea întreprinderii de a-și onora datoriile pe termen scurt, din creanțe și disponibilități:

$$R_{LR} = \frac{\text{Active lichidabile sub un an} - \text{Stocuri}}{\text{Pasive exigibile sub un an}}$$

sau

$$R_{LR} = \frac{\text{Creante} + \text{Disponibilitati}}{\text{Datorii exigibile pe termen scurt}}$$

Valoarea supraunitară a ratei evidențiază faptul că stocurile nu sunt finanțate prin datorii pe termen scurt (cel mult prin avansuri și sconturi primite de la clienți). În general, raportul este subunitar și nu produce dificultăți, în condițiile în care întreprinderea dispune de stocuri sănătoase și previziuni de trezorerie corecte. În teoria economică, există opinii potrivit cărora o rată cuprinsă între 0,8 și 1 ar reprezenta situația optimă în ceea ce privește solvabilitatea parțială.

$$R_{LI} = \frac{\text{Disponibilitati sau lichiditati}}{\text{Datorii imediat exigibile}}$$

3. Rata lichidității imediate (R_{LI}), sau rata capacității de plată imediată, caracterizează capacitatea de rambursare instantanee a datoriilor. Ținând cont de încasările (disponibilitățile) existente. Ea asigură interfața elementelor cele mai lichide ale activului cu obligațiile imediat exigibile ale pasivului.

Valoarea logică a acestui raport este dificil de stabilit. Întreprinderea ar avea o situație financiară excepțională dacă trezoreria sa ar fi suficientă pentru a alimenta integral fluxurile monetare de ieșire. Altfel spus, valoarea unitară a raportului ar fi excesivă. De aceea, teoria economică apreciază că o valoare de 0,2 – 0,3 ar exprima raționalitatea unei întreprinderi bine gerate din punct de vedere financiar (un rezultat mai mare de 0,3 fiind, cu atât mai mult, apreciat corespunzător).

Capacitatea de plată este o rezultată a fluxurilor materiale și bănești, un efect și o condiție a rotației de ansamblu a fondurilor și a echilibrului financiar, fiind satisfăcătoare atunci când firma dispune de lichidități și alte valori transformabile imediat în moneda corespunzătoare acoperirii obligațiilor scadente. Interpretarea ratei implică și alte informații privind condițiile de desfășurare a activității. Deși, teoretic, o rată ridicată indică o lichiditate ridicată, ea poate avea și alte semnificații, ca de exemplu, folosirea neeficientă a resurselor disponibile. De asemenea, o valoare ridicată nu poate fi o garanție a solvabilității, dacă restul activelor circulante au un grad redus de lichiditate. O valoare redusă a ratei de lichiditate imediată poate fi compatibilă cu menținerea echilibrului financiar, dacă întreprinderea minimizează valoarea încasărilor sale, deținând, în schimb, valori de plasament, creanțe, stocuri ușor lichidabile în concordanță cu exigibilitatea obligațiilor imediate. În concluzie, menținerea capacității de plată este rezultatul activității complexe desfășurate de întreprindere în sectoarele de aprovizionare, producție, comercializare și impune luarea unor măsuri tehnice, economice și financiare, care să asigure un circuit normal al capitalurilor.

Rata lichidității imediate este un indicator puțin relevant, datorită instabilității încasărilor. De aceea, capacitatea de plată reclamă o corelare judicioasă a termenelor de plată a obligațiilor cu cele de încasare a drepturilor bănești. Deci, pentru a spori fiabilitatea analizei, trebuie luată în calcul și viteza de rotație a capitalurilor.

Gradul în care întreprinderea face față datoriilor totale este dat de **rata solvabilității pe termen lung** (R_{STL}), exprimată prin raportul:

$$R_{STL} = \frac{\text{Activ total}}{\text{Datorii totale}} = \frac{\text{Capitaluri proprii} + \text{Datorii totale}}{\text{Datorii totale}}$$

Acest indicator măsoară, în principal, securitatea de care se bucură creditorii pe termen lung și scurt, precum și marja de creditare a întreprinderii. Valoarea raportului mai mare de 1,5 dovedește că întreprinderea are capacitatea de a-și lichida obligațiile bănești, imediate și îndepărtate, față de terți.

Dacă s-ar viza o procedură lichidativă, acest raport ar oferi o imagine a unei solvabilități probabile. Întreprinderea poate fi solvabilă chiar dacă, la un moment dat, din lipsă de lichiditate, nu prezintă capacitatea de plată. Solvabilitatea este generată de o activitate eficientă, iar lipsa capacității de plată și a lichidității poate avea un caracter temporar dacă întreprinderea se bazează pe o solvabilitate generală.

Această rată exprimă în termeni relativi un indicator echivalent în valoare absolută corespunzător activului neangajat în datorii: situația netă. O valoare mai mică decât 1,5 evidențiază riscul de insolvabilitate pe care și l-au asumat furnizorii de fonduri la dispoziția întreprinderii, risc evidențiat și în analiza echilibrului financiar, de valoare negativă a situației nete. În cazul, în care dificultățile financiare ale unei întreprinderi devin periodice, acestea pot pune în pericol echilibrele fundamentale și pot afecta atât imaginea firmei ce capătă o reputație de rău platnic cât și desfășurarea activității viitoare.

B. Ratele de îndatorare

Ratele de îndatorare, dimensionate în optica analizei lichiditate – exigibilitate, evidențiază importanța îndatorării asupra gestiunii financiare a întreprinderii.

Comparând finanțarea externă prin datorii, cu fondurile proprii, ratele pun în evidență componența datoriilor din pasiv, dar și repartitia capitalurilor permanente între fondurile proprii și cele împrumutate pe termen mediu și lung.

Se pot stabili următoarele rate de îndatorare:

1. Coeficientul total de îndatorare sau “**rata levierului**” (L) reflectă gradul în care capitalurile proprii asigură finanțarea activității întreprinderii. Acest indicator poate fi interpretat și ca o rată a autonomiei financiare a întreprinderii, indicând gradul în care angajamentele sale, pe termen lung și scurt, sunt garantate de capitalurile proprii ale întreprinderii.

$$L = \frac{\text{Datorii totale (termen lung și scurt)}}{\text{Capitaluri proprii}}$$

Cu cât rata levierului este mai mare decât unu, cu atât întreprinderea va depinde mai mult de creanțierii săi. Dacă levierul este subunitar, banca poate acorda în continuare împrumuturi în condiții de garanție sigură.

2. Rata datoriilor financiare (R_{DF}) exprimă gradul de îndatorare pe termen lung.

$$R_{DF} = \frac{\text{Datorii financiare (termen lung și mediu)}}{\text{Capitaluri permanente}}$$

Întreprinderea poate beneficia în continuare de credite bancare pe termen lung și mediu, dacă rata datoriilor financiare este mai mică de 0,5.

3. Rata independenței financiare a întreprinderii (R_{IF}), complementară cu rata datoriilor financiare, măsoară ponderea capitalurilor proprii în ansamblul resurselor permanente.

$$R_{IF} = \frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Capitaluri permanente}}$$

Acest raport oglindește măsura în care întreprinderea își utilizează fondurile proprii, și exprimă gradul său de independență față de creditorii permanenți. În general, rata trebuie să fie superioară sau cel puțin egală cu 0,5 din aceleași considerente impuse de normele bancare, în relațiile de credit cu întreprinderea.

4. Rata capacității de împrumut (R_{CI}) compară resursele proprii cu împrumuturile contractate pe termen lung.

$$R_{CI} = \frac{\text{Capitaluri proprii}}{\text{Îndatorarea la termen}}$$

În cazul în care resursele proprii sunt mai mici decât datoriile la termen, respectiv R_{CI} subunitar, capacitatea teoretică de împrumut a întreprinderii este saturată. De aceea, normele bancare recomandă un raport supraunitar.

5. Rata capacității de rambursare, sau rata acoperirii creditelor exprimă, teoretic, în număr de ani, capacitatea întreprinderii de a rambursa în totalitate împrumuturile contractate pe termen lung (R_{CRTL}).

$$R_{CRTL} = \frac{\text{Împrumuturi (termen lung)}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}}$$

Cu cât valoarea este mai mică, cu atât mai mare (bună) va fi capacitatea de rambursare. Intervalul maxim, impus de normele bancare, pentru rambursarea teoretică a împrumuturilor la termen prin capacitatea de autofinanțare, reprezintă 3 ani, iar (R_{CRTL}) pentru rambursarea datoriilor totale (termen lung și scurt) este de 4 ani.

$$R_{CRT} = \frac{\text{Împrumuturi totale (termen lung)}}{\text{Capacitatea de autofinanțare}}$$

6. Rata de prelevare a cheltuielilor financiare (R_{PC}) pune în evidență capacitatea de plată a costului îndatorării, separând întreprinderile sănătoase de cele falimentare.

$$R_{PC} = \frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Excedent brut de exploatare}}$$

Dacă raportul este mai mare decât 0,6 întreprinderea analizată se confruntă cu dificultăți de gestiune financiară riscând să intre în stare de faliment.

7. Ponderea creditelor curente în îndatorarea globală (R_{CC}) reflectă alegerea realizată de întreprindere între împrumuturile pe termen mediu și lung și creditele bancare curente (credite pe termen scurt).

$$R_{CC} = \frac{\text{Credite bancare curente}}{\text{Îndatorare globală}}$$

O proporție mare a creditelor bancare curente în îndatorarea întreprinderii poate semnifica o situație de vulnerabilitate care ține de tipul acestor resurse și de costul lor ridicat.

Utilitatea bilanțului funcțional

Având meritul de a oferi o imagine clară asupra modului de funcționare economică a întreprinderii, concepția funcțională a bilanțului evidențiază stocurile și resursele corespunzătoare fiecărui ciclu de funcționare. Acest model de analiză a diferitelor operații realizate de întreprindere în raport cu natura, destinația sau funcția lor, de unde și originea expresiei “analiză funcțională”. Structurile bilanțiere permit relevarea unei triple funcționalități (figura 4.2 “Bilanțul funcțional”).

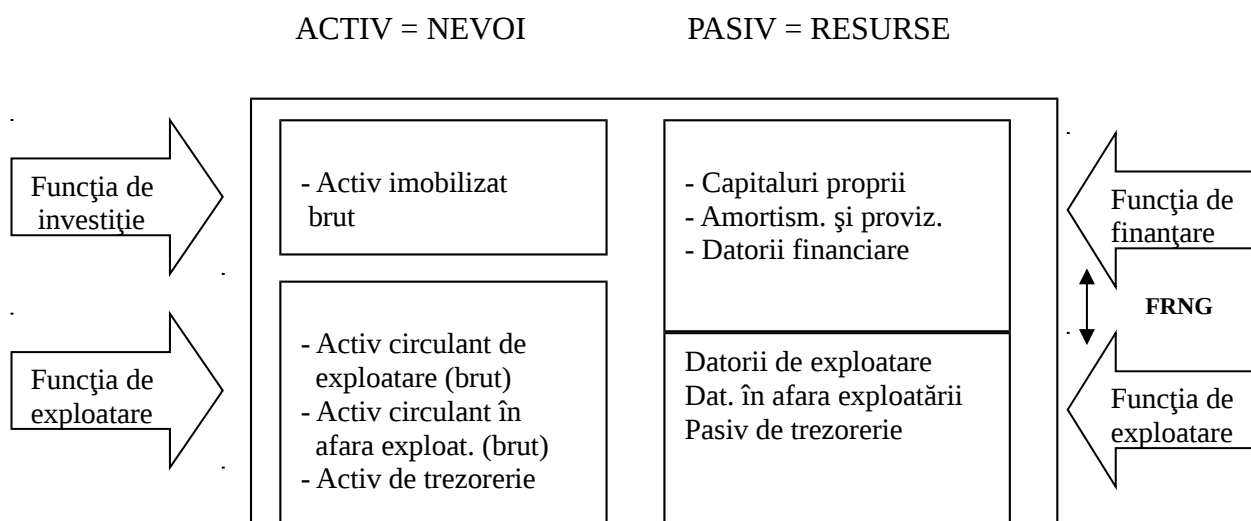


Fig. 4.2. Bilanțul funcțional

Funcția de investiție grupează imobilizările necorporale, corporale și financiare pe cele două categorii (de exploatare și în afara exploatării), indiferent de durata lor de viață. Astfel, imobilizările în afara exploatării includ terenuri, clădiri anexe, precum și participații, alte active financiare și plasamente financiare, în timp ce imobilizările de exploatare cuprind totalitatea imobilizărilor utilizate în exploatare cum sunt construcțiile, utilajele, mașinilor, etc.

În comparație cu analiza lichidității, care reține doar imobilizările cu lichiditate mai mare de un an, incluzând aici și activele circulante cu aceeași durată și excluzând activele fictive, optica funcțională regroupează utilizările înscrise în bilanț, chiar dacă o parte sunt considerate non-valori (cheltuieli de finanțare, diferențe de conversie activ, cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciții), aceasta datorită prudenței întreprinderii de a-și asigura resurse suficiente pentru finanțarea tuturor nevoilor înscrise în activul bilanțului contabil.

Această funcție stă la baza strategiei de reînnoire, mai mult sau mai puțin rapidă, a echipamentelor, cât și a opțiunilor de oportunitate ale dezvoltării, între investițiile productive și participațiile financiare. De cele mai multe ori, decizia stabilită reprezintă un arbitraj între rentabilitate și lichiditate. Se poate susține ideea potrivit căreia se datorează disponerea de maxim al trezoreriei (resurse financiare) pentru a putea profita de oportunitățile pe care piața financiară le oferă. Însă, pentru o întreprindere industrială, rațiunea sa economică de a exista se bazează, bineînțeles, pe produsele, serviciile pe care ea este capabilă să le plaseze pe piața comercială partajată cu concurenții săi. Și chiar dacă condițiile de plasare a trezoreriei sunt în anumite momente foarte avantajoase, riscul de a accepta anumite oportunități în detrimentul investițiilor productive, poate fi mai mare. Dar o rentabilitate financiară ridicată, nu poate fi obținută cu o investiție productivă conservată în patrimoniul întreprinderii o perioadă îndelungată, ci cu o marjă de exploatare. Experiența ultimilor ani a țărilor cu economie de piață, arată că o întreprindere industrială nu se poate lăsa condusă în mod sistematic de lichiditate imediată, chiar dacă matematic ea poate demonstra că acea oportunitate corespunde unui randament mai bun.

Decizia rentabilitate – lichiditate constituie obiectul funcțiunii financiare a întreprinderii, funcțiune ce reprezintă în zilele noastre o adevărată interfață între întreprinderi și piața financiară. Imobilizările regrupate prin funcția de investiție, numite **nevoi (alocări) stabile (aciclice)** sunt finanțate din **resurse durabile (aciclice)** existente în pasivul bilanțului.

Funcției de finanțare îi corespund posturile privind capitalurile proprii, datoriile financiare indiferent de scadența lor (împrumuturi obligatare, împrumuturile bancare – mai puțin creditele de

trezorerie – exclusiv dobânzile aferente lor), ca și provizioanele pentru riscuri și cheltuieli. Activele imobilizate fiind reținute în activ la valoarea lor brută, amortismentele și provizioanele sunt asimilate resurselor proprii. Această funcție stă la baza strategiei optime de finanțare a întreprinderii, motivată de creșterea valorii acesteia prin reducerea costului mediu ponderat al diferitelor surse de capital.

Funcția de exploatare grupează fluxurile de aprovizionare, producție și vânzări, generate de stocuri reale și financiare care se reînnoiesc cu o anumită regularitate. Posturile de activ legate direct de operațiunile ciclului de exploatare (stocuri, creanțe, clienți, cheltuieli de exploatare constatate în avans) constituie **active circulante de exploatare (ACE)** care, în mod normal, trebuie finanțate din **datoriile de exploatare (DE)** (datorii furnizorii și asimilate, venituri din exploatare constatate în avans, etc.). Atât activele circulante cât și resursele pentru finanțarea lor au caracter ciclic, recuperarea capitalurilor alocate și reînnoirea surselor făcându-se după încheierea fiecărui ciclu de exploatare. Toate celelalte posturi, reflectând operațiuni diverse (creanțe diverse, operațiuni legate de funcția de repartiție a veniturilor, capital social subscris și nevărsat, datorii fiscale și sociale, datorii diverse) sunt regrupate în categoria **activ circulant în afara exploatării (ACAE)** având corespondent în pasiv **datorii în afara exploatării (DAE)**, iar cele privind disponibilități bănești (casă, bancă, valori mobiliare de plasament – VMP – și creditele bancare curente) formează **activul**, respectiv **pasivul de trezorerie**.

Astfel structurat, bilanțul evidențiază două categorii de utilizări în activ, una independentă de ciclul de producție și cealaltă legată direct de exploatarea și resurse generate direct de aceasta. Elementele de trezorerie apar în mod distinct atât în activ cât și în pasivul bilanțului. Rolul bilanțului funcțional în analiza echilibrului financiar este de a permite aprecierea vulnerabilității structurii financiare a întreprinderii reflectată de evoluția trezoreriei nete, dat și de a evidenția interdependența dintre structura financiară a întreprinderii și natura activității sale.

Indicatori de analiză a echilibrului financiar funcțional

În optica analizei funcționale, întreprinderea este vulnerabilă dacă recurge în cea mai mare parte la finanțări prin credite bancare pe termen scurt. Acest aspect este evidențiat de studiu comparativ al variației fondului de rulment funcțional cu variația nevoii de fond de rulment.

În cadrul echilibrului funcțional, nevoia de fond de rulment este indicatorul cel mai relevant întrucât pune în evidență acele nevoi ciclice neacoperite financiar din resurse temporare și reînnoirea permanent în cadrul acelorași cicluri de exploatare. Această constatare pornește de la analiza calitativă a activității de exploatare, calitate apreciată prin capacitatea ciclului de exploatare de a-și echilibra nevoile ciclice din resurse de capital. Partea rămasă nefinanțată ar trebui să fie mai mică sau cel puțin egală cu fondul de rulment funcțional, astfel calitatea necorespunzătoare a ciclului de exploatare conduce la un dezechilibru funcțional care va afecta trezoreria întreprinderii.

Realizarea echilibrului funcțional este pusă în evidență de cele patru nivele ale bilanțului funcțional, și anume: fondul de rulment pentru exploatare (FRE= sau nivelul finanțării stabile, nivelul nevoii de fond de rulment pentru exploatare (NFRE), pe de o parte, și al nevoii de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE), pe de altă parte, și nivelul valorilor de trezorerie.

În optica funcțională, realizarea echilibrului financiar al întreprinderii nu presupune doar existența unui fond de rulment pozitiv ca marjă de siguranță, ci a unui fond de rulment acoperitor nevoilor de finanțare ale ciclului de exploatare (stocuri + creanțe de exploatare – datorii de exploatare).

Surplusul resurselor durabile în raport cu valorile imobilizate reprezintă **fondul de rulment funcțional**, sau **fondul de rulment net global (FRNG)**, disponibil pentru finanțarea operațiilor ciclului de exploatare.

În acest caz, relația de determinare a FRNG este:

1)

$$\text{FRNG} = \text{RESURSE DURABILE} - \text{NEVOI STABILE}$$

sau

$$\text{FRNG} = (\text{Resurse durabile} - \text{Amortizări}) - \text{Imobilizări nete}$$

Aceeași valoare a FRNG este dată de mărimea nevoilor ciclice și a celor de trezorerie rămase nefinanțate de resursele ciclice și de trezorerie, stabilită conform expresiei:

2)

$$\text{FRNG} = (\text{NEVOI CICLICE} + \text{NEVOI DE TREZ.}) - (\text{RES.CICLICE} + \text{RES.DE TREZ.})$$

$$\text{FRNG} = (\text{ACE} + \text{ACAE} + \text{D}) - (\text{DE} + \text{DAE} + \text{CT})$$

Dacă “FR disponibil” va fi superior sau inferior nevoilor angajate de exploatare (“FR util”), întreprinderea va avea lichidități, sau dimpotrivă, va fi obligată să angajeze noi credite pe termen scurt pentru finanțarea nevoilor de exploatare.

Operațiile de exploatare antrenează formarea **nevoilor de finanțare**, dar ele permit, în același timp, și constituirea **mijloacelor de finanțare**. Din confruntarea globală a nevoilor cu mijloacele de finanțare se degajă o nevoie de finanțare a ciclului de exploatare sau **nevoie de fond de rulment**.

Nevoile de finanțare generate de ciclul de producție, sau “**nevoile ciclice**” corespund alocărilor de fonduri (blocarea lichidităților) pentru constituirea stocurilor și creanțelor (creditelor acordate partenerilor debitori). În compensarea acestor necesități de finanțare, activitatea întreprinderii furnizează resurse reînnoibile, pe măsura derulării ciclului de exploatare, respectiv “**resurse ciclice**” sub forma creditelor acordate de către furnizori (forma tipică de resurse ciclice).

Diferența dintre nevoile de exploatare și cele din afara exploatării, pe de o parte, și datoriile de exploatare și diverse, pe de altă parte, constituie **nevoia de fond de rulment totală** (NFRT sau NFR).

$$\text{NFRT} = (\text{NEVOI CICLICE} - \text{RESURSE CICLICE})$$

În cazul în care stocurile, creanțele de exploatare și cele diverse sunt aproximativ egale cu datoriile de exploatare și diverse, nevoia de fond de rulment totală tinde către zero, sau chiar adesea, devine negativă. Se vorbește, în acest caz, de o **resursă de fond de rulment (RFR)**.

Nevoia de fond de rulment totală are două componente: nevoia de fond de rulment pentru exploatare (NFRE) și nevoia de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE).

Cele două componente ale sale stabilite la nivelul al doilea și al treilea al bilanțului se determină astfel:

$$\text{NFRT} = \text{NFRE} + \text{NFRAE}$$

unde:

$$\text{NFRE} = \text{ACE} - \text{DE} \text{ și } \text{NFRAE} = \text{ACAE} - \text{DAE}$$

Dacă activele circulante de exploatare depășesc datoriile de exploatare, nevoia de fond de rulment pentru exploatare evidențiază capitalul investit de întreprindere peste nivelul celui atras din pasivele circulante.

În acest context, NFRE capătă caracterul unei veritabile investiții cu același titlu ca și imobilizările de exploatare (construcții, echipamente, etc.). Astfel, capitalul angajat de întreprindere apare în strânsă legătură cu funcțiile principale pe care aceasta trebuie să le asigure și să le determine potrivit expresiei:

$$\text{Capital angajat} = \text{Imobilizări de exploatare} + \text{Imobilizări în afara exploatării și financiare} + (\text{NFRE} + \text{NFRAE}) + \text{Disponibilități}$$

$$\text{Capital economic} = \text{Imobilizări de exploatare}$$

$$\text{Capital de investit} = \text{Imobilizări în afara exploatării} + \text{Capital economic}$$

$$\text{Capital angajat} = \text{Capital investit} + \text{NFRAE} + \text{Disponibilități}$$

Egalitatea capitalului angajat în activ cu cel din pasivul bilanțului funcțional, conduce la ecuația echilibrului funcțional. Aceasta poate fi pusă în evidență astfel:

$$\text{Capital angajat (total pasiv)} = \text{Resurse proprii} + \text{Datorii pe termen lung} + \text{Credite de trezorerie}$$

dar:

$$\begin{aligned} \text{Active imobilizate} + \text{NFRE} + \text{NFRAE} + \text{Disponibilități} &= \text{Resurse proprii} + \text{Datorii pe termen lung} + \\ &+ \text{Credite de trezorerie} \end{aligned}$$

de aici rezultă că:

$$(\text{NFRE} + \text{NFRAE}) + \text{Disponibilități} - \text{Credite} = \text{Resurse proprii} + \text{Datorii pe termen lung} - \text{Active imobilizate}$$

adică:

$$\text{NFRT} + \text{TN} = \text{FRNG}$$

Ținând cont de reînnoirea permanentă a stocurilor și creanțelor la un nivel determinat de ciclul de exploatare, putem asimila surplusul nevoilor ciclice neacoperit financiar de resursele ciclice de capital cu o nevoie de finanțare permanentă (permanent reînnoibile). Este normal ca această nevoie să fie finanțată din fondul de rulment funcțional, care la rândul său apare ca un surplus de resurse permanente, stabile.

Ultima relație de calcul demonstrează că principala componentă a echilibrului financiar este nevoia de fond de rulment, indicator dinamic a cărei mărime este dependentă, în mod direct proporțional, de evoluția cifrei de afaceri și poate fi previzionată în funcție de politica viitoare a conducerii întreprinderii, privind vânzările. Dacă nu intervin modificări importante în structura resurselor și nevoilor stabile, această interdependență a nevoii de fond de rulment cu cifra de afaceri previzionată prezintă o anumită stabilitate, care permite întreprinderii să realizeze o previziune pertinentă a echilibrului funcțional.

În timp ce componentele nevoii de fond de rulment sunt legate de activitatea curentă și în special de activitatea de exploatare, cele ale trezoreriei sunt legate de operațiile financiare pe termen scurt realizate de întreprindere și evidențiate în ultimul nivel al bilanțului funcțional. Pe de o parte, acestea din urmă, presupun mijloace de finanțare pe termen scurt solicitate de la bănci sau alți parteneri financiari, deci resurse care prezintă un caracter financiar, sau mai concret “**resurse de trezorerie**”. Spre deosebire de resursele ciclice obținute în cadrul activității curente și induse de operațiile industriale și comerciale, resursele de trezorerie sunt furnizate de parteneri specifici, prin negocieri particulare, care nu fac obiectul gestiunii curente ci relevă, în mod special, gestiunea financiară pe termen scurt, sau gestiunea trezoreriei. Pe de altă parte, întreprinderea degajă excedente monetare care-i permit acoperirea diverselor “**nevoi de trezorerie**”. Aceste excedente de trezorerie pot fi plasate pe piața monetară și/sau financiară, urmărindu-se procurarea unor valori mobiliare de plasament rentabile, ușor negociabile și cu o bună reputație pe piața de capital.

Din confruntarea nevoilor cu resursele de trezorerie reiese situația “**trezoreriei nete**”, expresia cea mai concludentă a desfășurării unei activități eficiente. În bilanțul funcțional, nivelul trezoreriei nete (TN) este dat de validarea (diferența) activelor și pasivelor de trezorerie, respectiv de nevoile de trezorerie excedentare și creditele bancare curente, care nu se reînnoiesc automat cu fiecare ciclu de producție.

$$\text{TN} = \text{NEVOI DE TREZORERIE} - \text{RESURSE DE TREZORERIE}$$

Cu cât pasivele de trezorerie cresc, cu atât mai mult situația financiară a întreprinderii devine vulnerabilă.

Echilibrul funcțional are la bază relația fundamentală a trezoreriei, care se determină pornind de la egalitatea dintre activul și pasivul bilanțului funcțional:

$$\text{AIAE} + \text{IE} + \text{ACE} + \text{ACAE} + \text{D} = \text{CPR} + \text{IMPR} + \text{DE} + \text{DAE} + \text{CT}$$

De unde rezultă că:

$$\begin{aligned} (\text{ACE} - \text{DE}) + (\text{ACAE} - \text{DAE}) + (\text{D} - \text{CT}) &= (\text{CPR} + \text{IMPR}) - (\text{AIAE} + \text{IE}) \\ (\text{NFRE} + \text{NFRAE}) + \text{TN} &= \text{FRNG} \end{aligned}$$

Ecuația fundamentală a trezoreriei devine:

$$\text{FRNG} - (\text{NFRE} + \text{NFRAE}) = \text{TN}$$

Un asemenea echilibru financiar nu va putea fi obținut în practica financiară românească, atâta timp cât pentru unele activități au existat și mai există încă disponibilități gestionate distinct și interdicția de a “deturna” fondurile de la o activitate la alta.

Se constată că indicatorii *nevoie de fond de rulment* și *fondul de rulment*, determinați prin ambele metode de analiză financiară (patrimonială și funcțională), vor înregistra valori datorită criteriilor diferențiale care au stat la baza regrupării posturilor bilanțiere.

Cu toate acestea însă, trezoreria întreprinderii nu este afectată. Aceasta demonstrează faptul că operațiile de corecție au avut ca efect modificarea fondului de rulment și a nevoii de fond de rulment cu aceeași valoare.

Pragurile cele mai utilizate în normele bancare sunt următoarele:

creditele de trezorerie nu trebuie să fie mai mari decât jumătate din nevoia de fond de rulment (de exploatare)

fondul de rulment (funcțional) trebuie să fie mai mare de jumătate din nevoia de fond de rulment (de exploatare).

Aceste norme sunt orientative. Nivelul fondului de rulment necesar echilibrului financiar depinde de variabilitatea nevoii de fond de rulment și de mărimea riscului de faliment pe care creditorii sunt dispuși să-l suporte.