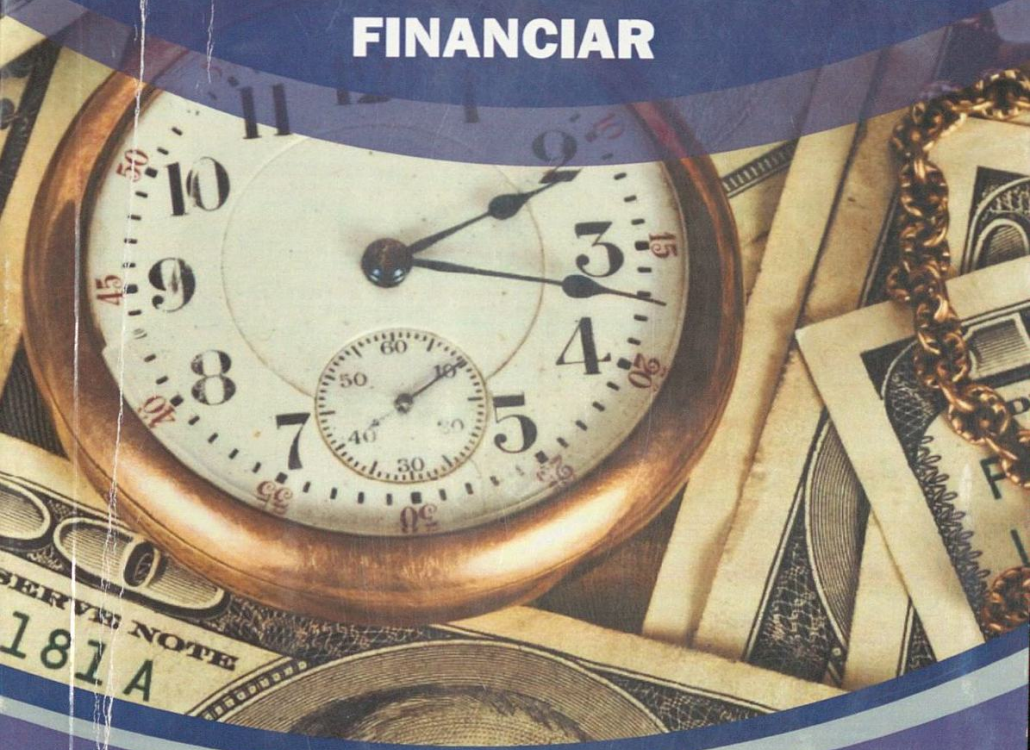
Maria COJOCARU
Ruslan MIHALACHI
Angela ȘESTACOVSCAIA

005(075.8)
C 68

BAZELE MANAGEMENTULUI FINANCIAR



Chișinau - 2018

1789316

4 21.V.23
M2018

UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA
Facultatea Ştiinţe Economice
Departamentul Finanţe şi Bănci

Maria COJOCARU **Angela ŞESTACOVSCAIA**
Ruslan MIHALACHI

BAZELE MANAGEMENTULUI FINANCIAR

NOTE DE CURS

Aprobat de
Consiliul Calităţii al USM

Chişinău - 2018
CEP USM

~~CZU 336~~005(075.8)
C 62

Recomandat de Consiliul Facultății Științe Economice

Recezenți: Natalia BĂNCILĂ, doctor habilitat, profesor universitar, Academia de Studii Economice a Moldovei

Maria HĂMURARU, doctor, conferențiar universitar, Universitatea de Stat din Moldova

Carolina TCACI, doctor, conferențiar universitar, Universitatea de Stat „Alecu Russo" din Bălți

Descrierea CIP a Camerei Naționale a Cărții

Cojocaru, Maria.

Bazele managementului financiar: Note de curs / Maria Cojocaru, Angela Șestacovscaia, Ruslan Mihalachi; Univ. de Stat din Moldova, Fac. Științe Econ., Dep. Finanțe și Bănci. – Chișinău: CEP USM, 2018. – 195 p.: tab.

Referințe bibliogr.: p. 186-188 (41 tit.) și la sfârșitul art. – 50 ex.

ISBN 978-9975-71-977-3.
336:005(075.8)
C 62

ISBN 978-9975-71-977-3

Universitatea de Stat din Moldova
1789316
Biblioteca Centrală Universitară

© M.Cojocaru, A.Șestacovscaia, R. Mihalachi, 2018
© USM, 2018

PRELIMINARII

În condiţiile economiei de piaţă, competitivitatea fiecărei entităţi poate fi asigurată numai prin intermediul gestiunii eficiente a resurselor financiare ale acesteia. Iar pentru a gestiona raţional resursele financiare, este necesară cunoaşterea şi aplicarea principiilor, metodelor şi instrumentelor managementului financiar în procesul decizional. În acest context, notele de curs „Bazele managementului financiar" oferă tehnicile şi metodele de acţiune practică financiară pentru identificarea surselor de capital şi alocarea lor eficientă în scopul realizării obiectivului major al întreprinderii, care vizează creşterea valorii acesteia, a patrimoniului net al acţionarilor.

Acest curs a fost conceput pentru a forma competente de a înţelege modalitatea practică prin care managerii pot executa şi adopta deciziile manageriale cu privire la utilizarea eficientă a resurselor financiare pe care întreprinderea le are la dispoziţie.

Lucrarea este structurată în nouă capitole. Fiecare capitol prezintă conceptele de bază şi oferă o analiză practică pentru actualii şi viitorii specialişti în domeniul economic. Prin aplicaţiile exemplificate se urmăreşte facilitarea asimilării şi consolidarea materialului teoretic. Astfel, lucrarea de faţă este o introducere în problematica financiară a întreprinderii şi este destinată îndeosebi studenţilor Facultăţii Ştiinţe Economice. Aplicaţiile practice rezolvate sau de rezolvat au ca obiectiv o mai bună înţelegere a modului de fundamentare a deciziilor financiare. Studiile de caz propuse vor amplifica cunoştinţele teoretice şi vor dezvolta abilităţi de identificare, prelucrare şi interpretare a informaţiei disponibile despre o entitate economică şi mediul în care aceasta activează. Ulterior, studenţii vor valorifica aceste informaţii şi baze de date prelucrate în recomandări, sugestii de îmbunătăţire a diferitelor aspecte ale managementului financiar.

Ca rezultat al studierii disciplinei „Bazele managementului financiar", studenţii vor fi capabili să utilizeze metode şi instrumente specifice gestiunii financiare întru realizarea de sarcini profesionale în condiţii de autonomie restrânsă sau asistenţă calificată, cum ar fi: atragerea de resurse si investirea eficientă a acestora, gestiunea activelor şi pasivelor circulante, riscurilor financiare etc.

Scopul cursului „Bazele managementului financiar" este înţelegerea importanţei proceselor de management financiar ca responsabilitate

majoră a tuturor managerilor de nivel mediu şi superior dintr-o entitate economică.

Competenţe formate:

1. Operarea cu concepte, teorii, metode, instrumente de natură economico-financiară în realizarea de sarcini profesionale.
2. Determinarea, explicarea şi analiza indicatorilor economico-financiari şi a fluxurilor de numerar.
3. Implementarea deciziilor, bugetelor şi a planurilor financiare în cadrul entităţilor publice şi private.

Finalităţile cursului„Bazele managementului financiar":

- să cunoască şi să descrie conceptele, teoriile, metodele, instrumentele managementului financiar pentru explicarea şi evaluarea fenomenelor şi proceselor de natură financiară;
- să utilizeze aparatul conceptual, procedural şi metodologic al managementului financiar pentru a soluţiona situaţii, probleme teoretico-practice bine definite;
- să explice sensul economic şi metodologia de calcul a indicatorilor economico-financiari şi de evaluare a fluxurilor de numerar;
- să utilizeze rezultatele analizei indicatorilor economico-financiari şi ale evaluării fluxurilor de numerar în fundamentarea deciziilor de natură economico-financiară;
- să aplice principii, metode şi modele de gestiune financiară pentru a implementa decizii, bugete, planuri, strategii financiare eficiente în entităţi publice şi private;
- să evalueze critic procesele implementării deciziilor financiare în entităţile publice şi private;
- să recomande măsuri privind eficientizarea executării deciziilor, implementării politicilor şi strategiilor financiare la nivel microeconomic.

Managementul financiar sintetizează cunoştinţele obţinute deja din domeniul micro- şi macroeconomiei, matematicii economice aplicate, monedei şi creditului, finanţelor întreprinderii, contabilităţii financiare, analizei financiare, managementului.

Este adresat, în primul rând, studenţilor Facultăţii Ştiinţe Economice, care studiază la ciclul I, dar şi masteranzilor care studiază la programul de master „Gestiunea finanţelor şi contabilitate în afaceri".

1. INTRODUCERE ÎN MANAGEMENTUL FINANCIAR

1.1. Esența și rolul managementului financiar
1.2. Decizia financiară: concept și tipologie
1.3. Obiectul managementului financiar
1.4. Subiecții managementului financiar
1.5. Baza informațională a managementului financiar

Obiective:

- să cunoască esența și rolul managementului financiar;
- să descrie procesul decizional în gestiunea finanțelor;
- să descrie responsabilitățile managerilor financiari în entități de mărime diferită și cu forma juridică de organizare diferită;
- să identifice și să utilizeze sursele de informare pentru fundamentarea deciziilor financiare.

Concepte de bază: *management financiar; maximizarea valorii de piață a entității; decizie financiară; resurse financiare; fluxuri financiare; relații financiare, subiecții managementului financiar.*

1.1. Esenţa şi rolul managementului financiar

Managementul financiar este una din activităţile principale şi indispensabile ale oricărei activităţi economice eficiente. O asemenea activitate nu se limitează doar la gestiunea activităţilor curente ce ţin de finanţarea producţiei şi de vânzări. În condiţiile economiei concurenţiale, competitivitatea şi eficienţa oricărei întreprinderi depinde, în mare parte, de capacitatea managerilor de a înţelege şi a aplica principiile, metodele şi tehnicile moderne de management financiar. În ultimii ani a fost demonstrat că factorul principal al falimentului unei întreprinderi îl reprezintă incompetenţa managerilor şi greşelile de conducere datorate unor erori decizionale privind gestiunea fluxurilor financiare. Având în vedere că falimentul întreprinderii este determinat de lipsa de lichidităţi, putem afrima că managementul financiar reprezintă cauza succesului sau eşecului întreprinderii.

Gestiunea finanţelor dintotdeauna a fost o preocupare a oamenilor. Însă ca domeniu separat de studiu, managementul financiar ia naştere la începutul secolului XX axându-se iniţial pe probleme de constituire de noi firme, consolidări şi fuziuni. În perioada crizei economice din anii '30 în SUA au început eşecurile financiare, de aceea managementul financiar se axa pe cercetarea şi gestionarea problemelor legate de lichiditate, faliment şi reorganizare. În anii '50 începe o dezvoltare a managementului financiar ca ştiinţă cu teorii şi disciplină descriptivă, cu instrumente, pârghii şi tehnici manageriale care permiteau firmelor să-şi maximizeze profiturile şi să sporească averea acţionarilor. La finele sec.XX-începutul sec.XXI managementul financiar s-a transformat într-o disciplină de teorie şi practică a gestiunii valorii întreprinderii.

La etapa actuală, managementul financiar este atât ştiinţă, cât şi activitate importantă la nivel micro- şi macroeconomic.

Ca ştiinţă, managementul financiar este un sistem de cunoştinţe cu referire la gestiunea eficientă a fluxurilor de numerar şi a resurselor

financiare, menite să contribuie la realizarea obiectivelor strategice şi soluţionarea unor probleme tactice.

Ca subsistem al sistemului managerial al unei entităţi, managementul financiar se concretizează într-un ansamblu de principii, metode, tehnici, instrumente şi acţiuni, cu ajutorul cărora se fundamentează deciziile financiare privind constituirea şi utilizarea eficientă a resurselor financiare în contextul realizării unor obiective strategice şi tactice.

O definiţie generală a managementului financiar este următoarea: *Managementul financiar* reprezintă ansamblul corelat de activităţi specifice, orientate către alegerea, formarea, dezvoltarea şi utilizarea optimă a resurselor financiare, în scopul asigurării mijloacelor necesare desfăşurarii eficiente a unei activităţi economice, în contextul influenţelor exercitate de mediu, dar şi de celelalte funcţiuni operante în cadrul organizaţiei [1].

Managementul financiar trebuie considerat a fi o componentă a managementului general al firmei. Din această perspectivă, *managementul financiar* poate fi definit ca fiind un subsistem al managementului general al firmei, având ca scop asigurarea resurselor financiare necesare, alocarea şi utilizarea lor profitabilă, creşterea valorii firmei şi a siguranţei patrimoniului acesteia, îndeplinind un rol activ, pornind de la resursele financiare mobilizate în stabilirea obiectivelor strategice şi tactice ale firmei şi în controlul şi evaluarea îndeplinirii acestora [2].

Orice ştiinţă aplicativă îşi formulează propriile sale obiective. Deseori se consideră că obiectivul strategic al managementului financiar este maximizarea profitului (acest obiectiv se întâlneşte şi în teoria economică (microeconomie) ca obiectiv de bază al oricărei activităţi economice). Studii recente arată că acest obiectiv nu totdeauna corespunde rigorilor unei gestiuni financiare eficiente, întrucât profitul este un indicator manipulabil şi interpretabil. De asemenea, în anumite perioade, obiectivul gestiunii financiare este supravieţuirea, evitarea falimentului ş.a. De aceea acestea sunt considerate obiective operaţionale ale managementului vânzărilor.

Obiectivul fundamental al managementului financiar este maximizarea bunăstării proprietarilor – *Owners' wealth maximization* (îmbogăţirea acţionarilor sau maximizarea valorii acţiunilor), ceea ce se reflectă în creşterea randamentului capitalului investit de către proprietari în această entitate. O asemenea formulare a obiectivului managementului financiar se explică prin următoarele:

- ia în considerare interesele proprietarilor;
- scoate în evidenţă caracterul durabil (strategic) al funcţionării – nu profit curent de moment, ci performanţe stabile de lungă durată;
- indică şi alte posibilităţi de îmbogăţire (nu numai prin profitul obţinut), spre exemplu, creşterea preţului acţiunilor oferă deţinătorilor acestora atât dividende, cât şi diferenţa dintre preţul achitat şi preţul pieţei, adică venit din capitalizare;
- ia în considerare factorul „incertitudine şi risc" în procesul de adoptare a deciziilor financiare (uneori se spune că finanţele = economie + modificarea valorii banilor în timp + incertitudine).

Obiectivul fundamental al managementului financiar se manifestă în maximizarea preţului de piaţă al acţiunilor companiei. Acest indicator al pieţei este semnificativ atât pentru actualii deţinători, cât şi pentru cei potenţiali, deoarece:

- acţionarii actuali se conving că decizia lor de a investi în această companie este corectă şi nu-şi retrag masiv capitalul investit, ceea ce este foarte important pentru menţinerea cursului pe piaţă;
- acţionarii potenţiali vor lua o decizie pozitivă în vederea achiziţiei de acţiuni sau obligaţiuni ale companiei date.

În pofida faptului că pot fi presupuse diverse obiective ale gestiunii finanţelor întreprinderii, în funcţie de ciclul de viaţă al activităţii întreprinderii, managementul financiar are drept obiectiv principal constituirea capitalului în mărimea necesară şi asigurarea eficienţei utilizării lui, realizând pe această cale suportul financiar pentru satisfacerea intereselor proprietarilor – *maximizarea valorii de piaţă a entităţii.*

Pentru realizarea obiectivului principal, trebuie menţionate un şir de *obiective economice*, şi anume:

- maximizarea profitului;
- menţinerea lichidităţii şi solvabilităţii la un nivel acceptabil;
- evitarea falimentului şi pierderilor financiare considerabile;
- ocuparea poziţiei de lider în lupta cu concurenţii;
- creşterea volumului de producţie şi vânzări;
- soluţionarea unor probleme cu caracter social;
- supravieţuirea în condiţii de concurenţă etc.

Maximizarea valorii întreprinderii se răsfrânge favorabil asupra bunăstării societăţii. creşterea valorii pe piaţă a unei companii se datorează succeselor obţinute în lupta concurenţială, care la rândul său condiţionează o calitate mai înaltă a mărfurilor şi preţuri mai reduse. În consecinţă societatea are de căştigat din această luptă concurenţială. În acelaşi timp, creşterea valorii pe piaţă a unei companii presupune şi lărgirea activităţii acesteia, ceea ce necesită noi braţe de muncă, se reduce şomajul, cresc veniturile pupulaţiei, creşte puterea de cumpărare ş.a.m.d.

Se poate afirma că, prin acţiunile sale, managementul financiar trebuie să asigure atât supravieţuirea firmei, cât mai ales consolidarea situaţiei sale. Astfel, managementul financiar asigură atragerea surselor necesare de pe piaţa de capital, dirijează procesul de investire în activele pe termen lung şi cele curente, în aşa mod încât acestea să genereze fluxuri de numerar mai mari, ca să fie posibilă rambursarea împrumuturilor, plata dobânzilor, dividendelor, precum şi formarea surselor pentru dezvoltarea ulterioară a întreprinderii.

Managementul financiar poate fi reprezentat sub forma unui sistem de utilizare raţională şi eficientă a capitalului, drept mecanism de gestiune a fluxurilor resurselor financiare, care are drept scop sporirea resurselor financiare şi poate fi reprezentat sub forma unui ciclu (Fig.1.1). Această figură prezintă o imagine de bază a managementului financiar ca sistem al gestiunii resurselor financiare şi activitate independentă cu funcţii caracteristice oricărui sistem de management.

Astfel, actul de realizare a obiectivelor managementului financiar poate fi reprezentat sub formă de ciclu, care cuprinde, în primul rând, o *fază de diagnosticare sau analiză financiară*, având ca obiect aprecierea poziţiei financiare şi diagnosticul performanţelor financiare ale întreprinderii, pentru a pregăti adoptarea de măsuri concrete care să permită depăşirea lacunelor şi valorificarea avantajelor.

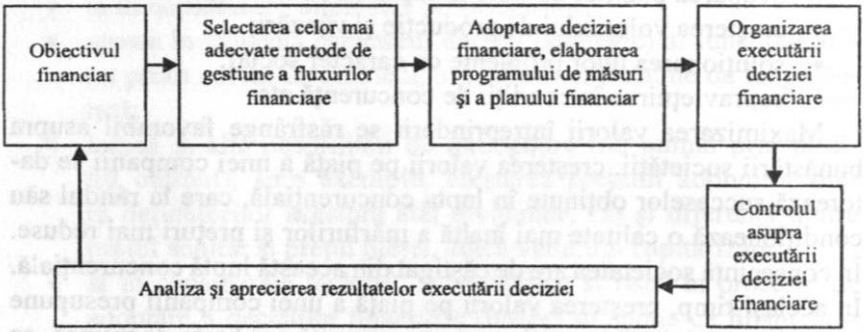


Fig. 1.1. Sistemul funcţionării managementului financiar
Sursa: Onofrei, M. *Management financiar*, 2006, p. 28.

A *doua fază* a ciclului constă în formularea şi aplicarea deciziilor financiare. Aceste decizii se referă la elaborarea de proiecte investiţionale şi declanşează operaţiuni de finanţare şi investiţii. Unele decizii se pot referi la activitatea curentă şi vizează asigurarea echilibrului pe termen scurt: gestiunea stocurilor, creanţelor, datoriilor curente, plăţilor şi încasărilor. Pe de altă parte, pot fi luate decizii financiare privind stoparea anumitor măsuri pentru a proteja întreprinderea împotriva riscurilor financiare cărora trebuie să le facă faţă în diverse situaţii.

A treia fază a ciclului gestiunii financiare constă în urmărirea şi controlul executării deciziilor adoptate. Această fază permite, cel mai adesea, constatarea „diferenţelor" dintre realizările efective şi cele proiectate. Ca rezultat al controlului se iau decizii de adaptare sau de reproiectare a deciziilor iniţiale.

Funcţiile pe care le îndeplineşte managementul financiar pot fi divizate convenţional în două grupe:

- funcţii *de bază*, care sunt caracteristice oricărui tip de management;
- funcţii *specifice* managementului financiar ca activitate distinctă a sistemului managerial al întreprinderii.

Managementul financiar îndeplineşte următoarele funcţii de bază: planificarea, (previziunea), organizarea, coordonarea, motivarea şi controlul activităţii entităţii prin prisma criteriilor şi mijloacelor specifice finanţelor. Functiile specifice ale managementului financiar, ca segmente care prelungesc şi completează funcţiile managementului general al firmei, sunt:

- gestiunea activelor;
- gestiunea capitalului;
- gestiunea investiţiilor;
- gestiunea fluxurilor de numerar;
- gestiunea riscurilor financiare şi a situaţiilor de criză financiară.

Gestiunea activelor, la rândul său, se divizează în activităţi de gestiune a activelor imobilizate şi a celor circulante, precum şi optimizarea structurii lor. Gestiunea capitalului include gestiunea capitalului propriu, împrumutat, precum şi funcţia de optimizare a acestuia. Gestiunea investiţiilor prevede gestiunea investiţiilor reale şi a celor financiare, iar gestiunea fluxurilor de numerar include gestiunea acestora pe tipuri de activităţi ale întreprinderii (operaţională, financiară şi investiţională). Managementul riscurilor presupune gestiunea complexului de riscuri financiare, diminuarea şi asigurarea lor. Tot în această funcţie se cuprinde şi gestiunea întreprinderii în situaţii de criză (dificultate). În procesul realizării acestei funcţii are loc o monitorizare permanentă a situaţiei financiare în scopul diagnosticării pericolului de insolvabilitate; se evaluează gravitatea acestui pericol; se utilizează pârghii şi mecanisme de stabilizare financiară, iar în caz de necesitate, se fundamentează direcţiile şi formele de asanare şi reorganizare a întreprinderii.

Ţinând cont de responsabilităţile care-i revin, managementul financiar ocupă un loc important în activităţile întreprinderii. Pe de o parte, are o tehnică proprie, ceea ce face să i se recunoască o anumită autonomie de decizie. Pe de altă parte, deciziile luate de celelalte domenii de gestiune atrag consecinţe în plan financiar, deoarece ele presupun resurse şi necesităţi financiare, presupun încasări şi plăţi. Gestiunea finanţelor este sub influenţa ansamblului deciziilor manageriale, reacţionând la măsurile de tot felul care au loc la întreprindere. De aceea, toate deciziile care vizează activitatea întreprinderii trebuie să fie coordonate cu departamentul financiar.

În *atribuţiile* managementului financiar intră:

- evaluarea eforturilor financiare ale tuturor acţiunilor care urmează a fi întreprinse într-o perioadă dată;
- asigurarea în momentul oportun a capitalului necesar, la un cost posibil cât mai mic;
- urmărirea modului de utilizare a capitalului în vederea asigurării unei utilizări eficiente a tuturor fondurilor atrase în circuitele financiare;
- asigurarea şi menţinerea echilibrului financiar pe termen scurt şi pe termen lung în concordanţă cu necesităţile entităţii;
- urmărirea obţinerii performanţelor financiare planificate şi repartiţia profitului pe destinaţii ş.a.

În vederea îndeplinirii atribuţiilor şi realizării funcţiilor specifice managementului financiar, este necesar ca entitatea să deţină personal calificat cu cunoştinţe în domeniul financiar. Ţinând cont de mărimea întreprinderii, atribuţiile de gestiune financiară a activităţii vor fi îndeplinite de către una-două persoane sau o subdiviziune (Serviciul financiar, Departamentul financiar etc.). Spre exemplu, la întreprinderile nou-create, microîntreprinderi şi majoritatea întreprinderilor mici, contabilul-şef, pe lângă atribuţiile de organizare, ţinere a contabilităţii şi raportării financiare, mai exercită un şir de atribuţii de management financiar (Fig. 1.2) .



Fig. 1.2. Locul managementului financiar în organigrama întreprinderilor mici

Conţinutul şi condiţiile la care trebuie să facă faţă entitatea, precum şi soluţiile care pot fi găsite, sunt legate în mod evident de caracteristicile mediului său financiar, precum şi propriile sale caracteristici. De aceea, managementul financiar va trebui să se adapteze la funcţiile şi condiţiile în care se aplică. În cazul unei întreprinderi mici din Republica Moldova, spre exemplu, deciziile financiare vizează transferuri monetare pentru achiziţia utilajelor, instalaţiilor, a materiilor prime şi materialelor, încasări din vânzarea produselor, atragerea surselor de finanţare şi rambursarea acestora în ţară, elaborarea şi implementarea de mici proiecte investiţionale.

În cazul întreprinderilor mijlocii, care-şi desfăşoară activitatea într-un sistem financiar dezvoltat, mediul financiar oferă o gamă largă de instrumente financiare, pieţe sau circuite financiare. Astfel, ea este puţin interesată de problemele complexe ale finanţelor internaţionale sau ale investiţiilor în titluri de plasament. În schimb ea se preocupă de probleme legate de finanţare având în vedere problemele sale industriale şi comerciale, de achiziţionarea de echipamente sau alte active de folosinţă îndelungată. În întreprinderile mijlocii, activitatăţile de organizare şi ţinere a contabilităţii, raportare financiară sunt separate fiind organizat un departament de contabilitate (Fig.1.3).

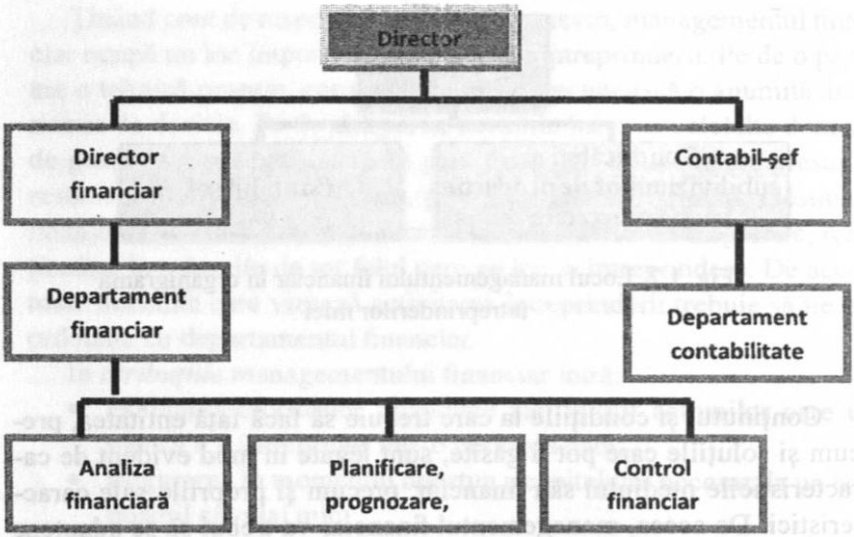


Fig. 1.3. Structura serviciului financiar al întreprinderilor mijlocii

Managerul financiar se concentrează pe sarcinile de planificare şi prognoză, analiză, monitorizare, identificarea surselor de capital etc. Acesta lucrează în strânsă colaborare cu contabilul-şef. În întreprinderile mari Departamentul/Serviciul financiar are o structură asemănătoare ca în cele mijlocii, dar diviziunea muncii este mai profundă.

În acelaşi timp, rolul controlorului financiar, care efectuează controlul intern al activităţii financiare a întreprinderii, acesta nu numai că este responsabil pentru stabilirea abaterilor de la plan, dar, de asemenea, acţionează în calitate de consultant în toate domeniile de management (Fig. 1.4).

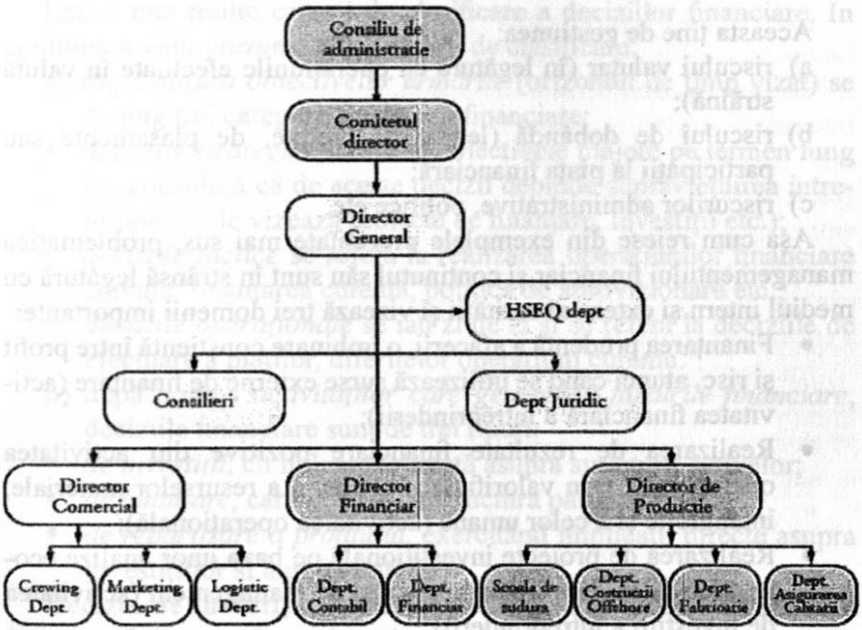


Fig. 1.4. Organigrama unei companii internaţionale

În cazul entităţilor cu activităţi larg internaţionalizate, domeniul managementului financiar cuprinde:

- gestiunea fluxurilor de numerar în monedă naţională şi devize (valută străină);
- căutarea de surse de finanţare pe pieţe de capital şi la bănci, în propria ţară şi în străinătate;
- elaborarea şi realizarea de proiecte investiţionale de mare amploare;
- examinarea diferitelor direcţii de plasare a disponibilităţilor băneşti atât în ţară, cât şi în străinătate;
- urmărirea şi controlul riscurilor financiare legate de toate operaţiunile efectuate pe piaţa naţională şi pe pieţele străine.

Universitatea de Stat din Moldova
1789316
Biblioteca Centrală Universitară

Aceasta ține de gestiunea:

a) riscului valutar (în legătură cu operațiunile efectuate în valută străină);
b) riscului de dobândă (legate de credite, de plasamente sau participații la piața financiară;
c) riscurilor administrative, politice etc.

Așa cum reiese din exemplele prezentate mai sus, problematica managementului financiar și conținutul său sunt în strânsă legătură cu mediul intern și extern al entității și vizează trei domenii importante:

- Finanțarea prudentă a afacerii, o îmbinare conștientă între profit și risc, atunci când se utilizează surse externe de finanțare (activitatea financiară a întreprinderii);
- Realizarea de rezultate financiare pozitive din activitatea operațională prin valorificarea eficientă a resurselor materiale, intangibile și a celor umane (activitatea operațională);
- Realizarea de proiecte investiționale pe baza unor analize economico-financiare fundamentate și de management (activitatea de investiții a întreprinderii).

Rolul managementului financiar este de a crea un cadru de acțiune favorabil, în care urmează să se stabilească conexiunile dintre obiectivele financiare ale entității, valoarea de piață a acesteia, mijloacele și instrumentarul utilizat pentru măsurarea performanțelor financiare.

1.2. Decizia financiară: concept și tipologie

Pentru a-și îndeplini misiunea la nivel microeconomic, managementul financiar se bazează pe un ansamblu de decizii financiare. *Decizia financiară* este rezultatul unui proces rațional de alegere, din mai multe variante posibile, a unei soluții considerate optimă în planul activităților și operațiunilor financiare.

Există mai multe criterii de clasificare a deciziilor financiare. În continuare vom prezenta două criterii de clasificare:

a) *după natura obiectivelor urmărite* (orizontul de timp vizat) se disting trei categorii de decizii financiare:
- *deciziile strategice* stabilesc obiectivele majore pe termen lung (se consideră că de aceste decizii depinde supraviețuirea întreprinderii, ele vizează proiecte de finanțare, investiții etc.);
- *deciziile tactice* se referă la realizarea operațiunilor financiare curente: finanțarea curentă, politica de aprovizionare etc.;
- *deciziile operaționale* se iau zi de zi și se referă la deciziile de efectuare a plăților, diferitelor operațiuni curente.

b) după *natura activităților care generează fluxurile financiare*, deciziile financiare sunt de trei tipuri:
- *de investiții*, cu influență directă asupra structurii activelor;
- *de finanțare*, care determină structura pasivului;
- *de repartizare a profitului*, exercitând implicații directe asupra investițiilor și autofinanțării.

Decizia de investiții abordează problematica alocării capitalului în active fizice sau financiare; locul central revine activelor imobilizate. Prin această decizie, resursele băneşti de care dispune întreprinderea sunt alocate eficient pentru achiziționarea, construirea, modernizarea activelor fixe și acumularea stocurilor de mărfuri și materiale etc. în volumul și structura adecvată funcționării ei la parametrii cei mai înalți. De asemenea, lichiditățile disponibile se pot plasa, respectând cerințele eficienței pe piața de capital, pentru achiziționarea de active financiare.

Decizia de finanțare urmărește alegerea structurii de finanțare a întreprinderii, analizând pe criterii de optim costul fiecărei surse de capital. Prin aceste decizii se stabilește raportul dintre sursele proprii și cele atrase. De asemenea, trebuie luată în considerare și posibilitatea atragerii temporare a unor resurse băneşti ce aparțin altor persoane (fizice, juridice, stat) cu care întreprinderea întreține relații financiare. În acest context se optează pentru emisiunea de acțiuni sau obligațiuni.

Universitatea de Stat din Moldova
1789316
Biblioteca Centrală Universitară

La rândul său, **decizia de repartizare a profitului** marchează finalitatea procesului de management financiar şi constă în distribuirea de dividende. Această decizie se concretizează în esenţă, prin opţiunile întreprinderii între reinvestirea parţială sau integrală a profitului net şi/ sau distribuirea acestui profit sub formă de dividende către acţionari. Decizia privind dividendele are un caracter controversat, fiind influenţată de fiscalitate, nivelul ratei dobânzii, preţul acţiunilor emise etc. În plus, ea trebuie să armonizeze dorinţa firească a acţionarilor de a câştiga bani în prezent, cu aceea de a se asigura o dezvoltare durabilă a entităţii economice în viitor.

Indiferent de nivelul la care se adoptă, deciziile financiare necesită informaţii complexe, pentru a fi temeinic fundamentate. Pentru a se asigura o eficienţă maximă, deciziile financiare trebuie să satisfacă următoarele cerinţe:

- să fie fundamentate din diverse puncte de vedere (economic, social, al protecţiei mediului etc.);
- să fie adoptate de persoanele care au competenţa necesară în acest sens;
- să fie formulate clar, concis pentru a putea fi bine recepţionate;
- să fie adoptate şi transmise spre execuţie în timp util.

Însă fundamentarea corectă a deciziilor financiare este imposibilă fără o analiză financiară prealabilă, al cărei obiectiv constă în diagnosticarea poziţiei financiare şi a stării de performanţă financiară a întreprinderii. Ea îşi propune să stabilească punctele tari şi punctele slabe ale activităţii financiare, în vederea fundamentării unei noi strategii manageriale de menţinere şi expansiune într-un mediu concurenţial. Analiza financiară oferă cele mai bune soluţii atât pentru fundamentarea deciziilor financiare, cât şi pentru controlul acestora.

De asemenea, după adoptarea deciziilor este necesar controlul asupra execuţiei şi oportunităţii acestora. Prin control se urmăreşte identificarea abaterilor realizarilor faţă de prevederile bugetare sau faţă de proiectele initiale şi de corectare a acestor abateri.

1.3. Obiectul managementului financiar

În calitate de obiect al managementului financiar sunt considerate: relaţiile financiare, resursele financiare şi fluxurile lor.

Entitatea economică intră în relaţii cu diverşi subiecţi pe care îi întâlneste pe diferite pieţe în cadrul cărora are loc schimbul de bunuri şi servicii. Schimburile se fac pe baza de monedă, dând naştere *relaţiilor financiare* cu diverşi subiecţi, şi anume:

- *Cu statul* (bugete de toate nivelele şi fonduri extrabugetare) privind achitarea diferitelor taxe, impozite, plăţi obligatorii, primirea subvenţiilor, ajutoarelor din partea organelor statale etc.).
- *Cu instituţiile financiare* (bănci, societăţi de împrumut ş.a.) referitor la contractarea şi achitarea creditelor, împrumuturilor, depozite bancare, achitarea dobânzilor etc.
- *Cu companiile de asigurări* (la achitarea primelor de asigurare şi la recuperarea despăgubirilor ş.a.).
- *Cu bursele de valori, fonduri de investiţii* – operaţii de plasare a valorilor mobiliare, formarea portofoliului investiţional ş.a.
- *Cu furnizori, antreprenori, clienţi* privind procurarea, vânzarea de active în credit, încasarea/plata penalităţilor, sancţiunilor, transferuri băneşti.
- *Cu diferiţi participanţi şi direcţii de activitate în cadrul grupurilor financiare* şi de producţie, corporaţiilor internaţionale.
- *Cu personalul* (remunerarea muncii, defalcări în diverse fonduri în numele salariaţilor, acordarea de avansuri etc.).
- *Cu cetăţenii*, care desfăşoartă activitate investiţională şi emitenţii etc.

În cadrul relaţiilor financiare se particularizează trei categorii:

- relaţii care exprimă un transfer de resurse băneşti cu titlu nerambursabil; acestea sunt impozite şi taxe;

- relaţii care exprimă un împrumut de resurse băneşti pe o perioadă de timp determinată, pentru care se percepe dobândă; acestea sunt relaţii de credit, mijlocite în principal de bănci;
- relaţii care exprimă, după caz, un transfer obligatoriu în schimbul unei contraprestaţii (achitarea unei datorii sau încasarea unei creanţe).

Orice relatiţe de schimb implică doua tipuri de transfer: a) transfer de bunuri şi servicii; b) transfer de active financiare. Cantităţile de bunuri şi monedă transferate într-o anumită perioadă se numesc *fluxuri.*

Flux financiar (de numerar) – mişcarea directionată a resurselor financiare atât în cadrul entităţii, cât şi în afara ei. Fluxurile financiare pot fi divizate în *fluxuri de intrare (încasări)*, adică cele în care entitatea este beneficiarul acestor fluxuri, şi *fluxuri de ieşire*, în care entitatea face plăţile respective. Există, de asemenea, fluxuri mixte, în cazul în care fluxurile de intrare (încasările) sunt urmate de fluxuri de plăţi, fiind dispersate în timp.

Fluxurile financiare pot fi divizate şi în:

- fluxuri de contrapartidă;
- fluxuri decalate;
- fluxuri multiple;
- fluxuri autonome.

Fluxurile de contrapartidă se caracterizează prin înlocuirea imediată a unui activ real/fizic cu monedă şi invers. Aceste fluxuri apar la achiziţia cu plata imediată contra mijloace băneşti.

Fluxurile decalate apar atunci când fluxurilor fizice nu le corespunde imediat apariţia unor fluxuri financiare. Astfel, echilibrul stocurilor este rupt, iar pentru restabilirea sa se impune apariţia unui activ financiar. Acesta se materializează într-o creanţă la furnizori şi într-o datorie la cumpărător. Apare în cazul relaţiilor de creditare comercială. Creanţa/datoria se va stinge la o dată ulterioară.

Fluxurile multiple apar în situaţia compensării decalajelor dintre fluxurile fizice şi cele financiare. Firma apelează la un terţ pentru a-şi transforma creanţele în bani (operaţiunile leasing).

Fluxurile autonome se degajă din operaţiile financiare privind acordarea de împrumuturi, având loc doar transferul de monedă. Aceste fluxuri dau naştere unor active financiare constituite din creanţe şi datorii (acordarea/contractarea de împrumuturi şi credite).

Pentru înfiinţarea şi funcţionarea unei entităţi, este nevoie de *resurse financiare*, care diferă în funcţie de sursele de proveniență şi de modul de obţinere. Astfel, după durata de folosire, resursele financiare pot fi: permanente şi curente. Sursele permanente includ: aportul de capital al proprietarilor, modificările de capital social/acţionar, autofinantarea, împrumuturile pe termen mediu şi lung, leasing-ul; sursele curente (pe termen scurt) – sunt necesare pentru finantarea necesităţilor curente ale întreprinderii (achiziţionarea de stocuri, remunerarea muncii etc.). Sursele permanente, de regulă, sunt necesare pentru finanţarea achiziţiei de active pe termen lung.

1.4. Subiecţii managementului financiar

Subiecţii managementului financiar sunt consideraţi persoanele şi organele implicate, cu rol direct sau indirect, în fundamentarea deciziilor financiare: acţionarii, conducătorii, creditorii, statul ş.a. În literatura de specialitate aceştia mai sunt întâlniţi sub denumirea de *stakeholders*.

Acţionarii sunt deţinătorii de titluri de proprietate asupra companiei, acestea prezentându-se sub formă de acţiuni. În calitate de coproprietari, acţionarii vor elabora analize-diagnostic care să le permită adoptarea unor decizii pertinente privind vânzarea sau păstrarea acţiunilor pe care le deţin. În general, micii acţionari dispun de puţine informaţii asupra activităţii întreprinderii. Din acest motiv, analiza lor va fi sumară şi se va întemeia, în principal, pe rentabilitatea pe care o obţin şi riscul financiar la care sunt expuşi. Spre deosebire de micii acţionari, marii acţionari au mai multe posibilităţi de informare, evaluare

şi decizie, ei participând efectiv la adunările generale. Pentru aceştia diagnosticul financiar se întemeiază, în primul rând, pe indictaorii care exprimă creşterea economică, autonomia şi flexibilitatea întreprinderii şi, în al doilea rând, pe indicatorii de rentabilitate. Ei se găsesc în situaţia de a decide între interesele lor pe termen lung/scurt, optează pentru prima variantă, singura în măsură să conducă la maximizarea valorii întreprinderii şi să asigure supravieţuirea acesteia în lupta de concurenţă.

Conducătorii (managerii) întreprinderii. În întreprinderile mici şi mijlocii este frecventă situaţia când persoanele care conduc sunt şi acţionari. Conducătorii întreprinderii, ca şi acţionarii, trebuie să aleagă între interesele lor pe termen lung (maximizarea valorii, creşterea economică), cât şi pe cele pe termen scurt (rentabilitate şi lichiditate).

În raport cu ierarhizarea obiectivelor urmărite, în cadrul managementului financiar interacţionează trei mari categorii de manageri, şi anume:

- Managerii de top (*top managers*);
- Managerii de la nivelele medii (*middle managers*);
- Managerii de la nivelele de bază (*first line managers*).

Managerii de top se află la nivele superioare ale organizaţiei şi adoptă decizii care privesc obiective fundamentale. Ei se implică direct în fundamentarea deciziilor privind alocarea resurselor, pornind de la obiectivele investiţionale ale întreprinderii şi, implicit, ale deciziilor de finanţare şi de repartizare a rezultatelor financiare.

Managerii de la nivelele medii au un rol intermediar în procesul de comunicare dinspre managerii de top spre managerii de la nivelele de bază şi reciproc. Middle managerii sunt extrem de implicaţi în derularea corespunzătoare a operaţiunilor financiare ale întreprinderii, în atribuţiile lor incluzându-se:

- elaborarea de planuri şi programe de acţiune;
- defalcarea sarcinilor, inclusiv a celor de natură financiară, pe colective de muncă şi centre de responsabilitate, precum şi urmărirea realizării lor în practică;

- efectuarea de comparaţii între nivelul prognozat şi cel realiat al obiectivelor propuse şi analiza impactului diferenţelor constatate asupra evoluţiei viitoare a firmei;
- stabilirea factorilor de influenţă şi propunerea de măsuri pentru redresarea unor situaţii devenite nefavorabile.

Conducătorul compartimentului financiar poate fi încadrat, de regulă, la această categorie de manageri. El trebuie să verifice, prin prisma criteriilor financiare, nivelul de eficienţă al tuturor celorlalte programe de acţiune elaborate şi implementarea de către conducătorii altor centre de responsabilitate.

Managerii de „primă linie" (first line managers) sunt persoane care conduc nemijlocit colective de muncă. Ei au obligaţia de a transpune în practică obiectivele înscrise în planul de acţiune elaborat de către managerii de la nivelele medii. Totodată, *first line* managerii au şi sarcina de a raporta sistematic rezultatele obţinute şi de a supune spre analiza managerilor de la nivelul mediu cauzele şi efectele acţiunilor întreprinse, pentru a îmbunătăţi calitatea deciziilor financiare viitoare.

Al treilea grup de participanţi, implicaţi în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii, sunt creditorii: creditorii obligatari; băncile sau diferite alte instituţii financiare; creditorii care închiriază diferite active fixe (operatori de leasing). Riscurile creditorilor sunt diverse: risc de dobândă, risc de inflaţie, risc de faliment etc.

Pentru a măsura influenţa riscurilor generatoare de pierderi, creditorii sunt direct implicaţi în efectuarea de analize financiare bazate pe indicatorii care permit evaluarea capacităţii de plată a debitorilor, capacitatea lor de a rambursa datoriile şi de a plăti dobânzile. În mod deosebit, creditorii urmăresc stabilirea diagnosticului financiar pe baza indicatorilor care marchează riscul de faliment şi insolvabilitate.

În sfârşit, statul intervine la diferite niveluri ale circuitului financiar şi influenţează ansamblul deciziilor financiare printr-un ansamblu de acţiuni: modificarea fiscalităţii; reglementarea preţurilor; intervenţii pe piaţa de capital şi instrumente de politică financiară între care se pot menţiona acordarea de garanţii, facilităţi fiscale şi subvenţii, asistenţă financiară şi ajutoare financiare, credite în condiţii avantajoase etc.

1.5. Baza informaţională a managementului financiar

Eficienţa managementului financiar, în mare măsură, depinde de asigurarea cu informaţiile necesare pentru fundamentarea deciziilor financiare. *Sistemul informational financiar* reprezintă ansamblul datelor, informaţiilor, fluxurilor şi circuitelor informaţionale, menite să contribuie la formularea şi realizarea obiectivelor managementului financiar.

O analiză financiară efectuată în scopul realizării unui diagnostic financiar, care să permită adoptarea unor decizii şi stabilirea unor previziuni financiare se bazează, în primul rând, pe date şi informaţii provenite din situaţiile financiare ale întreprinderii, dar nu se poate limita doar la acestea. Ea trebuie să înceapă prin acumularea mai multor informaţii.

Componentele sistemului informaţional financiar sunt următoarele: a) Informatii generale pe plan economic, fiscal şi monetar; b) Informaţii asupra sectorului/ramurii/domeniului de activitate de care apartine întreprinderea; c) Informatii de ordin juridic şi economic asupra activităţii întreprinderii.

Toţi indicatorii sistemului de informaţii pot fi divizaţi în următoarele grupe:

1. indicatori macroeconomici;
2. indicatori privind situaţia în ramură/domeniu de activitate;
3. indicatori care reflectă conjunctura pieţei de capital;
4. indicatori din cadrul entităţii economice.

Indicatorii macroeconomici care constituie o sursă importantă de informaţii pentru luarea deciziilor financiare sunt: date privind veniturile şi cheltuielile în bugetul de stat, bugetelor locale; volumul total al emisiunii monetare, veniturile şi economiile populaţiei, rata inflaţiei, politica fiscală ş.a. Informatiile de acest gen privesc situaţia generală a economiei la un moment dat, stiut fiind că rezultatele întreprinderii sunt influentate de conjunctura favorabilă sau nefavorabilă: expan-

siunea (recesiunea) economică pot determina creşterea (reducerea) activităţii, a profitului şi a cursului acţiunilor la bursă.

Surse informaţionale din domeniul ramural servesc datele statistice ale Biroului Naţional de Statistică, precum şi diverse publicaţii în presă. Indicatorii ramurali care prezintă o mare importanţă se referă la: natura produselor, procesele tehnologice utilizate, structura de producţie, volumul producţiei fabricate şi serviciilor prestate, indicii de preţ la produsele/serviciile ramurii, mărimea capitalului propriu şi a celui împrumutat, gradul de concurenţă în ramură (nr. de entităţi economice) ş.a. Informaţiile sectoriale specifice activităţii întreprinderii au incidenţă asupra rentabilităţii, rotaţiei stocurilor, mijloacelor de finanţare.

Indicatorii pieţei de capital sunt reprezentaţi de cotaţiile şi volumul tranzacţiilor cu valori mobiliare cotate la bursă, valorile diferiţilor indici ai activităţii de afaceri, cursul valutar al monedei naţionale faţă de principalele valute de referinţă, rata dobânzii a băncilor comerciale la credite ş.a.

Informatiile privind întreprinderea sunt diverse; unele sunt obligatorii şi publice, altele sunt date numai cu ocazia analizelor interne sau externe întreprinse periodic sau la cerere. Acestea sunt furnizate, de regulă, de către contabilitate sub formă de situaţii financiare şi rapoarte speciale, politica de contabilitate, bugetele, planurile etc.



VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

- Definiţi conceptul *managementul financiar*.
- Prezentaţi, succint, schimbările semnificative, intervenite în obiectul de studiu al managementului financiar de la începutul sec. XX până în prezent.
- Formulaţi principalul obiectiv al echipei manageriale a departamentului financiar.
- Enumeraţi principalele responsabilităţi ale managerilor financiari.

- Prezentaţi câteva diferenţe între maximizarea profitului şi maximizarea preţului acţiunii.
- Relataţi despre obiectul managementului financiar.
- Prezentaţi principalele categorii de decizii financiare.
- Comparaţi interesele statului şi partenerilor de afaceri ca subiecţi ai managementului financiar.
- Identificaţi câte cel puţin 4 surse de informaţii pentru a fundamenta: a) decizia de a contracta un credit; b) decizia de a investi într-un proiect inovaţional; c) decizia de a achiziţiona în leasing utilaje de producţie; d) decizia de a semna un contract de credit comercial.
- Dacă aţi fi preşedintele unei corporaţii mari, publice, aţi lua decizii în vederea maximizării bunăstării acţionarilor sau aţi lucra în propriile dvs. interese? Care sunt unele dintre măsurile pe care acţionarii le pot lua pentru a fi siguri că interesele lor cu cele ale echipei manageriale coincid?

TEXTE DE ANALIZAT

„Singurul membru al consiliului de conducere care trebuie consultat pentru fiecare decizie strategică este directorul financiar" (Robinson, St. *Management financiar*, p. 57).

„Există o serie de modalităţi de a motiva managerii pentru a acţiona în interesul acţionarilor. Printre acestea se numără: ameninţarea cu concedierea; ameninţarea unei preluări ostile a firmei şi pachete remunerative manageriale structurate într-un mod adecvat." (Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian*, p. 20).

„Principalul obiectiv al echipei manageriale ar trebui să fie maximizarea bunăstării acţionarilor, şi aceasta înseamnă maximizarea preţului acţiunilor firmei. Activităţile care conduc la

maximizarea preţului acţiunilor conduc, de asemenea, la creşterea gradului de bunăstare socială." (Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian*, pct. 2, p. 20).

„*Preocupările actuale ale cercetării şi acţiunii în managementul financiar vizează problematica riscului şi inflaţiei.*" (Manolescu, Gh. *Managementul financiar*, p. 22).

REFERINŢE BIBLIOGRAFICE

1. Bogdan, I. (coord.) *Tratat de management financiar-bancar.* Bucuresti: Ed. Economica, 2002.
2. Dobre, E.,Munteanu, I. *Finanţele întreprinderii*, Editura Muntenia, 2005.
3. Dobrotă, G. *Gestiunea financiară a întreprinderii.* Tg-Jiu: Ed. Studii Economice, 2002.
4. Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finanţe manageriale. Modelul canadian.* Bucuresti: Editura Economică, 1998.
5. Manolescu, G. *Managementul financiar.* Bucureşti: Editura Economică, 2005.
6. Onofrei, M. *Management financiar.* Bucureşti: C.H.Beck, 2006.
7. Robinson, St. *Management financiar.* Bucureşti: Teora, 2008.
8. Vintilă, G., Vuţă, M. *Gestiunea financiară a întreprinderii.* Bucureşti: Rolcris, 2000.

2. IMPLICAREA ANALIZEI FINANCIARE ÎN FUNDAMENTAREA DECIZIILOR FINANCIARE

2.1. Esența, rolul și funcțiile analizei financiare ale entității economice

2.2. Procesul și metodele analizei economico-financiare ale entității economice

2.3. Diagnosticul situației economico-financiare a entității economice în contextul analizei exprese

Obiective:

- să cunoască indicatorii pentru evaluarea potențialului economico-financiar al entității economice;
- să evalueze performanțele financiare;
- să analizeze lichiditatea și solvabilitatea;
- să examineze stabilitatea financiară (echilibrul financiar);
- să aprecieze nivelul gesiunii financiare;
- să efectueze diagnosticul riscului de faliment.

Concepte de bază: *analiza financiară; metodă; procedeu analitic; analiză factorială; rată financiară; lichiditate; solvabilitate; stabilitate financiară; rentabilitate; diagnostic financiar.*

2.1. Esența, rolul și funcțiile analizei financiare ale entității economice

Dicționarul explicativ al limbii române arată că termenul de ***analiză*** a provenit din limba franceză de la cuvântul *analyse*, ceea ce înseamnă „metodă științifică de cercetare, care se bazează pe studiul sistematic al fiecărui element în parte; examinarea amănunțită a unei probleme". Totuși, după *Dicționarul enciclopedic francez*, termenul de ***analiză*** provine din limba greacă, unde *analysis* are înțelesul de „descompunere a întregului, adică, studiul elaborat în vederea diferențierii elementelor, care compun întregul, a determinării sau explicării raporturilor dintre acestea cu întregul". Așadar, se poate afirma că analiza, ca metodă de cunoaștere, este bazată pe descompunerea sau desfacerea unui obiect sau fenomen în părțile sale componente pentru stabilirea factorilor care determină, stabilindu-se relațiile de cauzalitate, descoperindu-se legile formării și desfășurării lor, și pe baza acestora, formulându-se decizii privind evoluția lui viitoare [12, p.14].

Pe parcursul dezvoltării societății umane, analiza a pătruns în teoria și practica economică și se poate de constatat că această metodă s-a conturat ca analiza economico-financiară și este un element indispensabil al mecanismului de gestiune financiară a entității economice.

În literatura de spacialitate se găsesc mai multe definiții ale analizei economico-financiare, dar ideea principală este că analiza economico-financiară reprezintă un ansamblu de concepte, metode, tehnici, procedee și instrumente care asigură tratarea informațiilor interne și externe, în vederea formulării unor aprecieri pertinente, referitoare la situația economico-financiară a unui agent economic, identificarea factorilor și a condițiilor, care au determinat-o, precum și a rezervelor interne de îmbunătățire a acesteia din punctul de vedere al utilizării eficiente a resurselor umane, materiale și financiare [10, p.22].

Fiind o parte componentă a managementului, analiza financiară constituie un instrument managerial care contribuie la cunoașterea

situației financiare a întreprinderii, factorilor și cauzelor care au determinat-o în vederea fundamentării obiectivelor strategice de menținere și de dezvoltare a întreprinderii într-un mediu concurențial [4, p.175].

Obiectul analizei financiare îl reprezintă finanțele întreprinderii.

Rolul analizei financiare în managementul financiar al entității economice se concretizează la:

- fundamentarea planurilor reale de activitate din punct de vedere științific;
- reglarea operativă în procesul de executare a planurilor și programelor, în special în cazurile când apar abateri de la indicatorii planificați;
- depistarea factorilor de influență asupra rezultatului final așteptat;
- evaluarea obiectivă a eficienței alocării resurselor financiare;
- identificarea rezervelor de creștere continuă ale entității economice.

Rezultatele analizei financiare sunt în atenția diferiților subiecți ai managementului financiar: proprietari (investitori), manageri și creditori.

Proprietarii (investitorii) sunt preocupați de eficiența alocării capitalurilor în dezvoltarea entității economice. De aceea, în primul rând pe dânșii îi vor interesa performanțele entității economice. Baza remunerării capitalurilor investite este profitul net al entității.

Managerii entității economice poartă responsabilitate în fața proprietarilor pentru toate aspectele activității economico-financiare ale întreprinderii. Ei sunt motivați de o salarizare decentă, de posibilitatea de a-și construi o carieră sau poate a deveni coproprietar al entității economice. De aceea managerii se vor strădui ca entitatea condusă de echipa managerială să satisfacă cerințele tuturor.

Creditorii, deși nu fac parte din managementul entității, totuși manifestă interes nemijlocit față de rezultatele activității economico-financiare a întreprinderii. În centrul atenției creditorilor în pri-

mul rând sunt indicatorii de lichiditate şi solvabilitate, precum şi executarea planurilor de afacere, pentru care s-a solicitat capitalul împrumutat.

Analiza financiară îndeplineşte următoarele *funcţii*:

a) de informare;

b) de evaluare a potenţialului tehnico-economic;

c) de realizare a gestiunii eficiente a patrimoniului întreprinderii;

d) de organizare a relaţiilor cu mediul extern.

Funcţia de informare exprimă poziţia întreprinderii pe piaţă, desfăşurarea activităţii acesteia privitor la normele şi standardele existente, nivelul concurenţial pe diverse pieţe. Această funcţie se concretizează în transmiterea către conducerea agentului economic a unor rapoarte de analiză cu conţinut informativ economico-financiar, specifice ca structură şi profunzime de detaliere, în funcţie de nivelul ierarhic către care sunt destinate. Informarea curentă a centrelor de decizie cu privire la situaţia economico-financiară a agentutlui economic în totalitate, pe segmente organizatorice sau pe zone funcţionale prezintă o importanţă operaţională deosebită cu cât aceasta este realizată mai corect şi mai operativ.

Funcţia de evaluare a potenţialului tehnico-economic are un rol important în întregul proces de comandă şi corecţie a modului de funcţionare a mecanismului dinamic al agenţilor economici, ea urmărind depistarea depăşirii nivelului programat al consumului de resurse şi utilizarea eficientă a acestora pentru creşterea rentabilităţii.

Evaluarea potenţialului tehnico-economic presupune studierea funcţionării sistemului din punct de vedere structural şi factorial-cauzal. Prin aceasta se pot evidenţia punctele critice ale sistemului, ca premisă esenţială pentru adoptarea de către organele de decizie a măsurilor de acţiune, necesare asigurării continuităţii funcţionării entităţilor economice, pentru îmbunătăţirea rezultatelor financiare ale acestora.

Funcția de realizare a gestiunii eficiente a patrimoniului întreprinderii acționează în sensul depunerii eforturilor manageriale pentru îmbunătățirea continuă a activității economico-financiare, creșterea performanțelor financiare, întărirea sistemului de evidență, expertizare și auditare internă. Analiza trebuie să asigure astfel nu numai cunoașterea completă a resurselor disponibile și necesare, dar și cuantificarea corectă a efectelor economice ce se pot obține prin valorificarea lor, permițând factorilor de conducere ai agentului economic să stabilească și anumite priorități în adoptarea măsurilor de utilizare și valorificare a activelor și pasivelor.

Funcția de organizare a relațiilor cu mediul extern. În contextul acțiunii acestei funcții se remarcă că orice agent economic întreține o strânsă interdependență cu sistemul macrofinanciar prin fiscalitatea, la care îi sunt supuse rezultatele, cu sistemul bancar prin funcționarea unor conturi de disponibilități bănești la bănci sau prin solicitarea unor credite bănești, cu bursele de valori, precum și cu partenerii economici de piață, agenți economici sau consumatori finali, adică clienții [5].

Analiza financiară se bazează pe următoarele categorii de indicatori:

- *Indicatorii performanțelor economico-financiare,* care sunt orientați spre studiul rezultatelor și evaluarea lor în perioade trecute;
- *Indicatorii rentabilității* – funcționarea întreprinderii se caracterizează prin eficiența utilizării resurselor disponibile (patrimoniului, capitalului propriu, capitalului permanent);
- *Indicatorii lichidității și solvabilității* – în cazul când o întreprindere solicită unele credite de la bancă sau împrumuturi de la clienți este necesar a aprecia capacitatea de plată a întreprinderii date. Indicatorii ce caracterizează strategia întreprinderii din punctul de vedere al capacității de plată sunt indicatorii lichidității;
- *Indicatorii gestiunii financiare* demonstrează eficiența utilizării activelor, precum și perioada de recuperare a lor.

2.2. Procesul şi metodele analizei economico-financiare ale entităţii economice

Procesul analizei economico-financiare este inversul evoluţiei reale a fenomenului examinat. Analiza porneşte de la rezultatele procesului finalizat către elementele sale componente şi factorii, care l-au generat, procedând la descompunerea întregului în părţile sale structurale. Analiza financiară se realizează în următoarele etape:

- *determinarea obiectului analizat* – constă în identificarea, prin comparaţii, a anumitor fapte, fenomene, rezultate, care se exprimă sub forma indicatorilor economico-financiari. Obiectul se delimitează în timp şi spaţiu, cantitativ şi calitativ, utilizând anumite metode de evaluare şi calcul;
- *identificarea elementelor, factorilor şi cauzelor fenomenului cercetat* – permiţând detalierea şi separarea factorilor de influenţă. Factorii se stabilesc în mod succesiv, trecând de la cei cu acţiune directă la cei care acţionează indirect şi tot aşa mai departe – până la stabilirea cauzelor finale;
- *stabilirea relaţiilor de condiţionare dintre fiecare factor şi fenomenul studiat, cât şi dintre diferiţi factori, care acţionează asupra acestiua, pe de altă parte* – aceasta presupune determinarea relaţiei cauză-efect, respectiv raporturile de condiţionare dintre factori;
- *măsurarea influenţei facotrilor asupra abaterii fenomenului studiat* – sunt determinate, astfel, mărimea, sensul şi intensitatea acţiunii factorilor asupra fenomenului analizat, măsurându-se rezervele interne, creându-se posibilitatea aprecierii cât mai exacte a rezultatelor, interpretarea şi caracterizarea completă a stării fenomenului;
- *sintetizarea rezultatelor analizei* – în acest scop sunt elaborate concluziile şi aprecierile asupra activităţii analizate;

- *elaborarea măsurilor menite să îmbunătățească activitatea* – la această etapă sunt stabilite măsurile necesare valorificării optime a resurselor, realizării avantajului concurențial ș.a. [10, p. 8].

Metodologia analizei economico-financiare este constituită dintr-un ansamblu de metode, tehnici şi procedee de cercetare, care îndrumă analistul ce cale trebuie să urmeze pentru a prezenta concluzii asupra obiectului analizat. În cadrul analizei financiare se utilizează diferite şi numeroase metode şi procedee specifice şi generale, menite să contribuie la stabilirea şi aprecierea realțiilor de cauzalitate între indicatorii economico-financiari şi factorii determinanți.

Metodele de analiză economico-financiară pot fi grupate în:

- metode ale analizei (procedee) calitative, care vizează esența fenomenului, depistarea legăturilor cauzale;
- metode ale analizei (procedee) cantitative, care au ca obiect cuantificarea influențelor factorilor care explică fenomenul.

Metode ale analizei calitative

Principalele *metode calitative* utilizate în analiza financiară sunt:

a) comparația;
b) gruparea;
c) diviziunea si descompunerea;
d) modelarea fenomenelor economico-financiare.

Modelarea fenomenelor economico-financiare este o metodă care constă în reproducerea simplificată, dar exactă a unor laturi şi aspecte ale realității în care, prin abstracție, apare eliminarea a tot ceea ce se consideră neesențial şi ulterior se efectuează o generalizare. Fenomenele pot fi modelate prin diagrame, grafice, prin ecuații.

Divizarea şi descompunearea fenomenelor. Această metodă constă în descompunerea fenomenelor şi proceselor cercetate în elementele lor componente, stabilind contribuția lor la modificarea totală a fenomenelor studiate, şi localizarea în timp şi spațiu a provenienței rezultatelor şi a cauzelor acestora. Diviziunea poate fi efectuată după

timpul de formare a rezultatelor, după locul de formare a rezultatelor, precum şi prin descompunerea pe elemente componente (de exemplu: venitul total poate fi descompus pe venituri din activitatea operaţională, investiţională, financiară).

Gruparea este o metodă de cercetare aplicată în analiză, care separă colectivitatea cercetată pe categorii omogene de unităţi, după variaţia uneia sau mai multor caracteristici alese, în funcţie de scopul cercetării şi de natura fenomenului analizat.

Comparaţia constă în studierea fenomenelor, proceselor şi rezultatelor economice şi financiare prin prisma unui criteriu de referinţă pentru stabilirea asemănărilor şi deosebirilor dintre acestea. Astfel, analiza are posibilitatea de a examina şi aprecia rezultatele economice nu ca mărimi în sine, ci în raport cu un criteriu, cu o bază de comparaţie, stabilind nivelurile, proporţiile şi ritmurile de dezvoltare ale acestora. Pot fi aplicate diferite tipuri de comparaţii: în timp, în spaţiu, comparaţii mixte, în funcţie de norme şi normative, standarde, planuri, clauze contractuale etc.

Metode ale analizei cantitative

Rolul metodelor analizei cantitative este de a cuantifica contribuţia elementelor şi a factorilor la formarea şi modificarea fenomenului cercetat, precum şi poziţionarea firmei într-un anumit mediu. În acest sens, se utilizează următoarele metode:

Metoda balanţieră – în situaţiile în care între elementele care influenţează asupra fenomenului analizat există relaţii de formă aditivă de legătură: sumă şi/sau diferenţă. De exemplu, valoarea profitului brut depinde de venitul din vânzări şi costurile vânzărilor.

Metoda substituţiilor în lanţ. Această metodă se aplică în cazul când între factorii de influenţă există relaţia matematică de produs sau raport. Este numită şi metoda iterării, şi principiul ei constă în determinarea succesivă a influenţei factorilor asupra modificării fe-

nomenului analizat. De exemplu: rentabilitatea vânzărilor se determină ca proporţia dintre profitul brut şi venitul din vânzări.

Metoda scorurilor (*scoring*) reprezintă o metodă de analiză discriminatorie multidimensională, care a fost fundamentată pe analiza comparativă a două grupuri de firme – unele cu o evoluţie pozitivă, iar altele cu o evoluţie deficitară, aproape de faliment. Scorul unei firme indică gradul de vulnerabilitate financiară a acesteia, putând astfel contribui la identificarea din timp a situaţiilor periculoase pentru sănătatea financiară a firmei.

Metoda ratelor. *Rata (ratio)* reprezintă un raport între două mărimi care se condiţionează economic, fiind utile pentru sesizarea diferitelor aspecte ale eficienţei economice. Ratele, după natura lor, pot fi grupate în următoarele categorii:

- *rate de structură* – exprimă contribuţia părţilor la formarea fenomenului. Aceste rate permit efectuarea comparaţiilor între întreprinderi de dimensiuni diferite, precum şi sesizarea modificărilor structurale pe parcursul timpului în cadrul unei întreprinderi;
- *rate de eficienţă* – reflectă corelaţia dintre efect şi efort. Acestea includ:
  - efect/efort (de exemplu: rata rentabilităţii, rata de randament a mijloacelor fixe ş.a.);
  - efort/efect (de exemplu: rata de eficienţă a cheltuielilor, costul unitar ş.a.).
- *rate ale echilibrului financiar* – reflectă corelaţia dintre posturi sau grupe de posturi bilanţiere de activ şi de pasiv (de exemplu: ratele de lichiditate, solvabilitate ş.a.).

Ratele, de regulă, sunt folosite pentru a determina poziţia întreprinderii analizate faţă de media în domeniul de activitate al întreprinderii, faţă de concurenţi, faţă de normative ş.a., de asemenea, prezintă o importanţă deosebită şi comparaţia cu realizările anterioare ale întreprinderii.

Metoda ABC, numită şi *regula „20/80"* sau *metoda Pareto*, după numele economistului italo-elveţian care a conceput-o, presupune divizarea factorilor în dominanţi şi secundari, după intensitatea acţiunii

lor. Altfel spus, metoda ABC presupune o analiză de structură a elementelor unei mulțimi, grupându-le după anumiți parametri, care le determină o anumită poziție în ansamblul rezultatelor. Diagrama Pareto se utilizează frecvent în așa domenii ca: analiza stocurilor, analiza costurilor, analiza furnizorilor, clienților etc.

Metoda diferențelor absolute este aplicată în analiza economică și financiară pentru determinarea influenței factorilor asupra indicatorului rezultativ prin calcul. Aceasta se prezintă în două forme:

- *metoda simplă*, adică în sistemul de doi factori, se presupune determinarea, în primul rând, a influenței factorului cantitativ și mai apoi a celui calitativ. Regula de calcul prevede:
  - influența factorului cantitativ se determină prin înmulțirea abaterii absolute a acestui factor cu valoarea de bază a factorului calitativ;
  - influența factorului calitativ se determină prin înmulțirea abaterii absolute a acestuia cu valoarea efectivă a factorului cantitativ;
- *metoda compusă*, adică în sistemul de trei și mai mulți factori, presupune că calculul influenței factorilor se efectuează prin înmulțirea abaterilor absolute ale factorilor respectivi cu valorile efective ale factorilor, care se află în formula de calcul până la el și cu valorile de bază ale factorilor, care se află în formula de calcul după el.

2.3. Diagnosticul situației financiare a entității economice în contextul analizei expres

Situația financiară a entității economice poate fi examinată în baza unui număr destul de mare al indicatorilor financiari. Diagnosticul situației financiare va viza următoarele aspecte:

a) rezultatele financiare și rentabilitatea;
b) lichiditatea și solvabilitatea;

c) stabilitatea financiară (echilibrul financiar);
d) gestiunea financiară.

Datele inițiale pentru calcularea indicatorilor respectivi se regăsesc în Bilanț (Anexa 1) și Situația de profit și pierdere (Anexa 2) din „Situațiile financiare".

a) La capitolul **„Rezultatele financiare și rentabilitatea"** se identifică următorii indicatori:

- profitul brut (pierdere brută) (rd.030, Anexa 2) – demonstrează rezultatul financiar al activității de producție și desfacere a entității și influențează direct asupra viabilității acesteia;
- profit (pierdere) până la impozitare (rd.100, Anexa 2) – acest rezultat influențează direct asupra eficienței tuturor activităților, desfășurate de entitate;
- profit net (pierdere netă) al perioadei de gestiune (rd.120, Anexa 2) – rezultatul financiar, care este pus la dispoziția entității după plata impozitului pe venit.

Dacă analiza financiară va identifica valori pozitive ale rezultatelor financiare, se vor determina indicatorii rentabilității.

- $Rentabilitatea\ vânzărilor = \frac{Profitul\ brut}{Venit\ din\ vânzări} \times 100\%$ (2.1)

Acest indicator reflectă în ce măsură entitatea este capabilă să obțină profit în urma vânzării produselor, mărfurilor, serviciilor. Situația se consideră normală, dacă entitatea înregistrează cel puțin 20% la acest indicator.

- $Rentabilitatea\ activelor = \frac{Profitul\ până\ la\ impozitare}{Total\ active} \times 100\%$ (2.2)

Rentabilitatea activelor reflectă eficiența utilizării activelor angajate în activitatea entității. Valoarea normativă a acestui indicator constituie 10%.

- Rentabilitatea capitalului propriu (financiară) =

$$= \frac{Profitul\ net}{Total\ capital\ propriu} \times 100\% \quad (2.3)$$

Acest indicator reflectă eficienţa utilizării capitalului propriu al entităţii. Dacă se desfăşoară o activitate normală, nivelul acestui indicator trebuie să atingă cel puţin 15%.

b) La capitolul **„Lichiditatea şi solvabilitatea"** se examinează următorii indicatori:

- Rata lichidităţii absolute =

$$\frac{Total\ numerar\ (rd.250+rd.260+rd.270, Anexa\ 1)}{Total\ datorii\ curente\ (rd.580, Anexa\ 1)} \quad (2.4)$$

Această rată reflectă în ce măsură entitatea este capabilă să-şi onoreze imediat obligaţiile curente. Mărimea optimă a indicatorului trebuie să oscileze între 0,20 şi 0,25.

- Rata lichidităţii intermediare =

$$\frac{Total\ numerar + Creanţe\ pe\ termen\ scurt\ (\Sigma(rd.180-rd.240)}{Total\ datorii\ curente} \quad (2.5)$$

Reflectă capacitatea entităţii să-şi achite datoriile curente, fără a fi nevoită să-şi vândă stocurile.

- Rata lichidităţii totale $= \frac{Total\ active\ circulante\ (rd.300, Anexa1)}{Total\ datorii\ curente}$ (2.6)

Reflectă capacitatea entităţii de a-şi transforma activele disponibile în lichidităţi într-un termen scurt. Situaţia se apreciază ca una favorabilă, dacă acest indicator are o valoare cuprinsă între 2,0-2,5.

- Rata solvabilităţii $= \frac{Total\ activ\ (rd.310, Anexa1)}{Datorii\ totale\ (rd.440+rd.580, Anexa\ 1)}$ (2.7)

Acest indicator trebuie să depăşească valoarea 1.

c) La capitolul **„Stabilitatea finaciară (Echilibrul financiar)"** se vor analiza următorii indicatori:

- Rata autonomiei financiare =

$$\frac{Total\ capital\ propriu\ (rd.390, Anexa\ 1)}{Total\ capital\ permanent\ (rd.390+rd.440, Anexa\ 1)} \quad (2.8)$$

Reflectă gradul, în care capitalul propriu al entităţii asigură autofinanţarea activităţii de producţie. Situaţia se apreciază pozitiv în cazul în care rata aceasta se încadrează în limitele 0,7-1,0.

- Rata de autofinanțare a activelor = $\frac{Total\ capital\ propriu}{Total\ active}$ (2.9)

Reflectă aportul capitalului propriu în finanțarea tuturor elementelor patrimoniale ale entității. În condiții normale de activitate mărimea acestui indicator se consideră suficientă când rata este nu mai mică de 0,5.

- Rata autofinanțării activelor circulante = $\frac{Fondul\ de\ rulment\ net\ (rd.300-rd.580, Anexa\ 1)}{Total\ datorii\ curente\ (rd.580)}$ (2.10)

Reflectă în ce măsură fondul de rulment net finanțează activele circulante. Acest indicator trebuie să fie nu mai mic de 0,5.

- Rata de finanțare a stocurilor = $\frac{Fondul\ de\ rulment\ net}{Total\ stocuri\ (\Sigma(rd.140-rd.180, Anexa\ 1)}$ (2.11)

Reflectă proporția în care fondul de rulment net acoperă stocurile entității. Situația se apreciază pozitiv dacă valoarea acestui indicator este nu mai mică de 0,7.

d) La capitolul „**Gestiunea financiară**" se vor examina următorii indicatori:

- Rata utilizării activelor = $\frac{Venitul\ din\ vânzări\ (rd.010, Anexa\ 2)}{Total\ active\ (rd.310, Anexa\ 1)}$ (2.12)

- Rata utilizării capitalului de lucru = $\frac{Venitul\ din\ vânzări}{Capitalul\ de\ lucru}$ (2.13)

unde: *Capitalul de lucru* = (Total active circulante – Total numerar – Investiții financiare pe termen scurt) – (Total datorii curente – Credite bancare pe termen scurt) = (rd.300 – rd.250 – rd.260 – rd.270 – rd.280) – (rd.580 – rd.450), Anexa 1.

- Rata de rotație a creanțelor pe termen scurt = $\frac{Venitul\ din\ vânzări}{Total\ creanțe\ pe\ termen\ scurt}$ (2.14)

- Rata de rotație a datoriilor curente = $\frac{Venitul\ din\ vânzări}{Total\ datorii\ curente}$ (2.15)

Aceste din urmă patru rate de gestiune financiară nu au valori normative anume, ca în cazul lichidității, rentabilității sau echilibrului financiar. Situația se consideră bună dacă acești indicatori în dinamică se află în creștere. În afară de acești indicatori, la capitolul **„Gestiunea financiară"** se referă și următorii:

- Viteza de rotație a creanțelor pe termen scurt =

$$\frac{\textit{Numărul de zile într-un an (365 sau 360)}}{\textit{Rata de rotație a creanțelor pe termen scurt}} \qquad (2.16)$$

- Viteza de rotație a datoriilor curente =

$$\frac{\textit{Numărul de zile într-un an}}{\textit{Rata de rotație a datoriilor curente}} \qquad (2.17)$$

Cei doi indicatori din urmă pot fi comparați cu normativul de 30-60 de zile.

Acest sistem de indicatori pentru efectuarea diagnosticului este propus de specialistul în domeniu, V. Balanuță. Deși acest sistem este destul de limitat, totuși el cuprinde cele mai importante aspecte ale situației financiare a entității și poate fi aplicat cu succes în analiza financiară. Totodată, în caz de necesitate, acest grup de indicatori poate fi complementat și cu alții, pentru a avea o imagine mai detaliată asupra situației financiare a entității.

VERIFICAȚI-VĂ CUNOȘTINȚELE

- Relatați despre esența analizei financiare.
- Care este obiectul analizei financiare?
- Explicați rolul analizei financiare în procesul decizional.
- Numiți funcțiile analizei financiare.
- Prezentați etapele procesului de analiză financiară.
- Numiți metodele principale ale analizei financiare.
- Ce indicatori caracterizează rezultatele financiare?
- Cum se examinează rentabilitatea entității economice?

- Cum se analizează lichiditatea şi solvabilitatea entităţii economice?
- Prezentaţi etapele procesului de analiză.
- Prezentaţi tipologia analizelor economico-financiare.
- Relataţi despre esenţa analizei postfactum.
- Enumeraţi principalele surse interne informaţionale.
- Ce persupune gruparea şi comparaţia ca metodă calitativă utilizată în analiza financiară?
- Aduceţi exemple concrete, când se aplică, ca procedeu tehnic de analiză, metoda substituirilor în lanţ?
- Cine sunt principalii utilizatori ai rapoartelor de analiză financiară?
- Ce indicatori caracterizează gestiunea financiară a entităţii?
- Relataţi despre problemele de bază care stau în atenţia subiecţilor managementului financiar şi care pot fi soluţionate cu ajutorul analizei financiare.
- Admitem că aţi fost recent angajat ca analist financiar la SA „Acord", care are ca obiect de activitate producerea sucurilor. Prima dvs. sarcină este analiza lichidităţii, solvabilităţii, a ratelor de gestiune şi a profitabilităţii entităţii pentru ultimii 2 ani şi formularea unei concluzii generale. Prezentaţi sistemul de rate financiare care îl veţi analiza şi menţionaţi în baza căror formulare ale situaţiilor financiare vor putea fi apreciate.

REFERINŢE BIBLIOGRAFICE

1. Ţiriulnicova, N., Paladi, V. ş.a. *Analiza rapoartelor financiare*. Chişinău: ASEM, 2009.
2. Anghelache, C., Dumbravă, M. *Metode cantitative pentru ana-*

lize financiar-bancare. Bucureşti, 2007.
3. Balanuţa, V., Diagnosticul şi estimarea potenţialului economico-financiar al întreprinderii în contextul analizei exprese. În: *Contabilitate şi audit*, 1999, nr.3.
4. Botnari, N. *Finanţele întreprinderii*. Chişinău, 2006.
5. Buglea, A. *Analiză financiară: concepte şi studiu de caz*. Timişoara: Mirton, 2005.
6. Brezeanu, P. *Analiză financiară*, Bucureşti: Meteor Press, 2006.
7. *Dicţionarul explicativ al limbii române*. Disponibil online: https://dexonline.ro.
8. *Financial Analysis and Decision Making*. Disponibil online: https://www.edx.org/course/financial-analysis-decision-making-tsinghuax-80512073x-0
9. Feldman, M., Libman, A. *Accounting and Financial Statement Analysis*. 2nd Edition, New Jersey: Wiley & Sons, 2007.
10. Niculescu, M., *Diagnostic global strategic*. Bucuresti: Ed. Economică, 2003.
11. Petrescu, S. *Analiza financiară aprofundată. Concepte-Metode-Studii de caz*. Iaşi, 2005.
12. Robu, V. , Anghel, I., Şerban, C., *Analiza economico-financiară a firmei*. Bucuresti: Ed. Economică, 2014.

3. BAZELE MATEMATICII FINANCIARE

3.1. Valoarea banilor în timp - concept fundamental al managementului financiar
3.2. Conceptul de rată a dobânzii şi rolul acesteia în evaluarea fluxurilor financiare
3.3. Valoarea prezentă a unui flux de numerar
3.4. Valoarea viitoare a unui flux de numerar
3.5. Valoarea prezentă şi viitoare ale anuităţilor şi perpetuităţilor

Obiective:

- să înţeleagă conceptele „valoare a banilor în timp", „valoare prezentă", „valoare viitoare", „anuitate";
- să demonstreze capacitatea de a aplica rata de actualizare pentru a aduce fluxurile băneşti la acelaşi moment de timp;
- să calculeze valoarea prezentă şi viitoare ale unei sume unice; a unei anuităţi; a unor serii de plăţi inegale;
- să utilizeze tabelele financiare în calculul valorii viitoare şi prezente a unei sume unice şi a unei anuităţi;
- să aplice conceptul de valoare prezentă şi viitoare în situaţii de gestiune financiară simple.

Concepte de bază: *dobânda simplă; dobânda compusă; valoarea banilor în timp; valoarea prezentă; valoarea viitoare; fructificare; actualizare; factor de multiplicare; compunere continuă.*

3.1. Valoarea banilor în timp – concept fundamental al managementului financiar

Unul din principiile fundamentale ale managementului financiar este *valoarea în timp a banilor*. Principiul dat are la bază *teoria valorii în timp*, potrivit căreia orice valoare monetară nominală de astăzi va reprezenta mâine o valoare monetară sporită, rezultată din posibilitatea de reinvestire cu o eficienţă cel puţin egală cu cea asociată perioadei considerate.

Valoarea în timp a banilor este un concept de bază în managementul financiar. Acest concept se bazează pe faptul că este preferabilă plata unei sume de bani astăzi mai degrabă decât la o dată în viitor. 1000 lei astăzi sunt un lucru sigur, cert, care pot fi utilizaţi în acest moment, însă peste un an această sumă poate valora mai puţin ca putere de cumpărare (datorită inflaţiei) sau este posibil ca în genere să nu fie returnaţi creditorului din cauza incapacităţii de plată.

Putem astfel menţiona trei factori principali, care impun necesitatea calculării valorii în timp a banilor: 1) inflaţia (scade puterea de cumpărare a unităţii monetare în timp); 2) venitul ratat din alocarea (investiţia) banilor în proiecte care pot genera venituri; 3) riscurile (incapacitate de plată ş.a.).

Altfel spus, o anumită sumă de bani astăzi valorează mai mult decât aceeaşi sumă de bani în viitor, deoarece în prezent ea poate fi investită şi se poate câstiga dobanda. Dobânda este un cost legat de timp, iar „timpul înseamnă bani". În circulaţia valorilor băneşti se obişnuieşte ca pentru o sumă de bani depusă sau împrumutată, să se plătească la termenul scadent o sumă majorată ca urmare a serviciului adus de această sumă în decursul perioadei utilizate în calitate de capital.

Cea mai simplă operaţiune (tranzacţie) financiară reprezintă împrumutarea unei sume iniţiale (S_i) cu condiţia rambursării acesteia peste o perioadă de timp *(t)* a sumei S_n, care depăşeşte suma iniţială. Diferenţa (S_n - S_i) reprezintă recompensa (costul) capitalului împru-

mutat, care în termeni generali se numeşte *dobândă*. Aceasta reprezintă o mărime absolută a dobânzii, care poate oferi informaţii contradictorii. Indicatorii absoluţi în unele situaţii nu sunt comparabili. De aceea, pentru asigurarea comparabilităţii fluxurilor, se utilizează indicatorul relativ – rata dobânzii, care arată câte unităţi monetare din 100 se acordă ca majorare pentru serviciile aduse de suma depusă sau împrumutată pe o perioadă anumită. Acest procent de majorare se notează prin *d* numită rata dobânzii, care arată gradul de intensivitate al modificării valorii banilor în timp.

În managementul financiar conceptul de „valoare în timp a banilor" se utilizează pentru compararea diferitelor variante investiţionale, pentru fundamentarea deciziilor financiare legate de credite, împrumu-turi, leasing, investiţii, gestiunea numerarului etc. Orice tranzacţie financiară necesită evaluarea fluxurilor de numerar preconizate la diferite momente de timp. Momentul, la care se evaluează fluxurile, poartă denumirea de *moment de referinţă*.

Prin translaţia valorii fluxurilor către momentul de referinţă se determină valoarea în timp a banilor (Fig. 3.2).

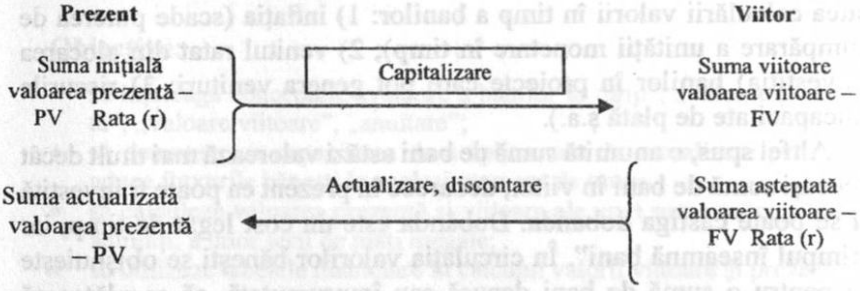


Fig. 3.1. Procesul de translaţie a fluxurilor de numerar

Mai uşor se efectuează aceasta cu ajutorul *diagramei fluxurilor de numerar* (diagrama temporală), care facilitează vizualizarea unei probleme financiare. Aceasta reprezintă o axă a timpului, pe care sunt poziţionate fluxurile de numerar pozitive (intrări) şi negative (plăţi sau

ieşiri). Axa este împărţită în perioade egale timp: zile, luni, trimestru, semestru, ani. Fiecare flux de numerar este reprezentat pe axă fie la începutul, fie la sfârşitul perioadei corespunzătoare. Modul de reprezentare a unei diagrame a fluxurilor de numerar este evidenţiat mai jos.

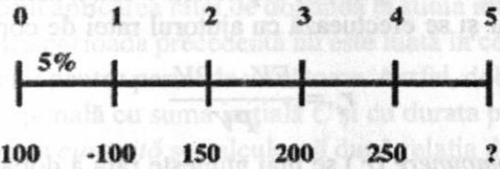


Fig. 3.2.Exemplu de diagramă a fluxurilor de numerar

Fluxurile negative (plăţile) se reprezintă pe axa temporală cu semnul (-), fluxurile pozitive (încasările) se reprezintă cu semn pozitiv. Momentul 0 este considerat momentul prezent. Intervalul de la 0 la 1 reprezintă perioada întâi. Momentul 1 este poziţionat la o perioadă de timp şi reprezintă atât sfârşitul perioadei întâi, cât şi începutul perioadei a 2-a. Intervalul de la 1 la 2 reprezintă perioada 2. Momentul 2 se află poziţionat la două perioade de timp începând din momentul prezent şi indică atât sfârşitul perioadei 2, cât şi începutul perioadei 3 ş.a.m.d.

Fluxurile de numerar se plasează direct sub numerele care reprezintă momentele de timp, iar ratele dobânzilor aplicabile pe perioada respectivă sunt plasate deasupra axei temporale, între momentele de timp. Fluxurile de numerar necunoscute, pe care încercăm să le găsim cu ajutorul analizei, sunt indicate prin semnul întrebării „?".

Suma iniţială în calculele financiare se numeşte valoarea prezentă (*PV – present value*), iar suma majorată, care include şi suma dobânzii, se numeşte valoare viitoare (FV – *futures value*).

Translaţia fluxurilor de numerar corespunzătoare unei perioade de timp care succede momentul de referinţă către acest moment se numeşte proces de *discontare* sau *actualizare* a fluxurilor de numerar şi se efectuează cu ajutorul *ratei de actualizare (ratei de discontare)*:

$$r_d = \frac{FV - PV}{FV} \quad (3.1)$$

Translația fluxurilor de numerar corespunzătoare unei perioade de timp care precede momentul de referință către acest moment se numește proces de *compunere, capitalizare* sau *fructificare* a fluxurilor de numerar și se efectuează cu ajutorul ratei de compunere, fructificare:

$$r_c = \frac{FV - PV}{PV} \quad (3.2)$$

Rata de compunere (r_c) se mai numește rată a dobânzii, rentabilitatea cerută de investitori, randament. *Rata de discontare* (r_d) se mai numește și rata de actualizare a fluxurilor de numerar.

Între aceste două rate există o relație de interdependență: dacă cunoaștem mărimea uneia dintre acestea, poate fi determinată cealaltă după una din formulele:

$$r_c = \frac{r_d}{1 - r_d}, \quad (3.3) \qquad r_d = \frac{r_c}{1 + r_c}, \quad (3.4) \quad (3.5)$$

Ratele de actualizare și de compunere pot fi exprimate în procente sau în părți unitare (coeficient).

3.2. Conceptul de rată a dobânzii și rolul acesteia în evaluarea fluxurilor financiare

Dobânda este prețul plătit pentru capitalul pus la dispoziție de către investitori, creditori etc. În finanțe, dobânda are două semnificații de bază:

a) este o plată pentru utilizarea capitalului împrumutat;
b) reprezintă venitul adus de realizarea unei investiții.

Formula de bază a ratei dobânzii este următoarea:

$$r = \frac{D}{C} \times 100 \quad (3.6)$$

unde: r – rata dobânzii;

D – dobânda, exprimată valoric (în mărime absolută);

C – capitalul investit, acordat cu împrumut.

Dobânda simplă reprezintă dobânda calculată pentru una sau mai multe perioade prin aplicarea ratei de dobândă la suma inițală. Dobânda calculată pentru perioada precedentă nu este luată în considerație la calcularea dobânzii pentru perioada următoare. Astfel, dobânda simplă este direct proporțională cu suma inițială C și cu durata perioadei n.

Dobânda simplă cuvenită se calculează după relația de calcul:

$$D = C \times r \times n,$$

unde: D – dobânda simplă;

r – rata dobânzii;

n – numărul de perioade.

Rata dobânzii simple este serviciul relativ adus de un capital în condițiile în care dobânda nu se capitalizează și se calculează după formula (3.6).

Dobânda compusă reprezintă suma calculată pentru două sau mai multe perioade, dacă se presupune că rata dobânzii se aplică la suma inițială plus dobânda acumulată din perioadele precedente. Dobânda compusă este de fapt o serie de calcule ale dobânzii simple, în condiția că suma acumulată la finele fiecărei perioade devine sumă investită la începutul următoarei perioade.

Rata dobânzii compuse – serviciul relativ adus de un capital în condițiile capitalizării dobânzii:

$D = (1+r)^n$, în care n – numărul de ani (perioade).

Exemplu de calcul al dobânzii compuse: dacă se împrumută 1000 lei pe o perioadă de 3 ani la o rată a dobânzii de 10% cu capitalizare anuală, dobânda la finele perioadei va constitui:

Anul 1: $D_1 = 1\,000 \times 0{,}1 = 100$ lei.

Anul 2: $D_2 = 1\,100 \times 0{,}1 = 110$ lei.

Anul 3: $D_3 = 1\,210 \times 0{,}1 = 121$ lei.

Dobânda totală acumulată pentru 3 ani = 100+110+121 = 331 lei.

Din calculele efectuate rezultă că dobânda compusă are un efect cu atât mai mare în cazul în care perioada este mai mare de un an.

Formula matematică de calcul al dobânzii compuse porneşte de la calculul sumei totale obţinute la sfârşitul perioadei de compunere (FV):

$$FV = PV \cdot (1+r)^n \tag{3.7}$$

Suma dobânzii (D) se va calcula după cum urmează:

$$D = FV - PV = PV \cdot (1+r)^n - PV = PV \cdot \left[(1+r)^n - 1\right] \tag{3.8}$$

Exemplul 3.1. *Dobânda pentru suma de 1000 lei împrumutată pe o perioadă de 3 ani la o rată anuală a dobânzii de 10% va constitui 300 lei:* $1000 \times \frac{10}{100} \times 3 = 300$ *lei.*

În cazul în care suma se împrumută pe o perioadă de 180 de zile, dobânda va constitui 50 lei: $1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{180}{360} = 50$ *lei.*

Rata dobânzii este un fenomen de piaţă. Marimea dobânzii se stabileşte pe piaţă în funcţie de cererea şi oferta de capital şi depinde de o serie de factori economici şi politici, cum ar fi impactul inflaţiei. Rata nominală a dobânzii include inflaţia estimată, ca expresie a echilibrului monetar. Această rată a dobânzii este legată, în fapt, de schimbul unor sume de bani, fiind definită ca rata de schimb dintre valoarea unei valute astăzi şi valoarea aceleiaşi valute în viitor. Rata nominală a dobânzii este rata care apare în publicaţiile financiare şi monetare.

Rata nominală a dobânzii este rata dobânzii la grad de risc zero, plus o primă care compensează creşterea aşteptată a ratei inflaţiei:

$r_{dn} = r_i + r_{dr}$ (relaţia lui Fisher) (3.9)

r_i – prima de inflaţie, egală cu rata previzionată a inflaţiei, în perioada de existenţă a împrumutului;

r_{dr} – rata reală a dobânzii.

Rata reală a dobânzii (r_{dr}) este fundamental legată de schimbul unor cantităţi echivalente de bunuri fizice ori servicii sau, în general spus, a unei puteri de cumpărare echivalente. Ea reprezintă deci randamentul fondurilor împrumutate exprimat în bunuri şi servicii.

Rata anuală efectivă a dobânzii (EAR – *effective anual rate)* – este rata efectivă obţinută după ajustările făcute şi aferente perioadelor de compunere:

$$EAR = \left(1 + \frac{r_{dn}}{m}\right)^{m} - 1{,}0 \qquad (3.10)$$

Rata periodică=rata nominală a dobânzii / m;

m – numărul de perioade de compunere într-un an.

Rata periodică a dobânzii este rata de dobândă calculată pentru fiecare perioadă considerată, care poate fi: semestrială, trimestrială, lunară, zilnică sau orice alt interval de timp stabilit. Formula de calcul a ratei periodice a dobânzii este:

$$k = \frac{r}{m}, \qquad (3.11)$$

unde: *k* – rata anuală dobânzii;

m – numărul de perioade de compunere pe an.

Dacă plata dobânzii se face doar o dată pe an, atunci $m = 1$, iar în acest caz rata periodică a dobânzii este egală cu rata nominală. În celelalte cazuri, când dobânda se compune cu o frecvenţă mai mare decât o dată pe an ($m > 1$), rata periodică a dobânzii este mai mică decât rata nominală.

Exemplul 3.2. *Să se calculeze rata nominală a dobânzii la un credit de consum oferit de o bancă, dacă aceasta percepe o dobândă de 3% trimestrial. Din ipoteză reiese că rata periodică a dobânzii (rata trimestrială) este de 3%, iar numărul de perioade m = 4 (sunt patru trimestre pe an). În consecinţă, rata nominală a dobânzii este:*

$$r = k \times m = 0{,}03 \times 4 = 0{,}12 \times 100 = 12\%$$

3.3. Valoarea viitoare a unui flux de numerar

În funcţie de poziţia faţă de momentul de referinţă, la care se determină valoarea banilor, deosebim valoarea actuală (prezentă) şi valoarea viitoare a acestora. *Valoarea viitoare* (FV – *futures value*) arată suma la care va creşte un flux de numerar într-o anumită perioadă de timp prin compunerea (multiplicarea) cu rata dobânzii sau rentabilitatea investiţiei. Altfel spus, valoarea viitoare reprezintă valoarea pe care o va avea la o dată viitoare o anumită sumă de bani purtătoare de dobândă compusă.

Procesul prin care se trece de la valoarea prezentă (PV – *present value*) la valoarea viitoare (FV) se numeste *„compunerea dobanzii"*, *„capitalizare"* sau *„fructificare"*. La determinarea valorii viitoare a unui flux de numerar (în momentul $t_a = N$) se utilizează atât formula dobânzii simple, cât şi cea a dobânzii compuse.

Formulele de calcul ale valorii viitoare:

- cu utilizarea dobânzii simple: $FV = PV\,(1+n \times r)$ (3.12)
- cu utilizarea dobânzii compuse: $FV = PV\,(1+r)^n$ (3.13)

FV – valoarea viitoare a fluxului peste n perioade;

PV – valoarea prezentă (actuală) a fluxului de numerar;

r – rata dobânzii (rentabilitatea scontată a investiţiei) sub formă de fracţie zecimală.

Exemplul 3.3. *SRL „Merele aurii" a depus într-un cont de acumulare pe o perioadă de 2 ani 100 mii lei la o dobândă anuală de 5%, care se capitalizează anual. Care va fi suma disponibilă la finele perioadei?*

Rezolvare:

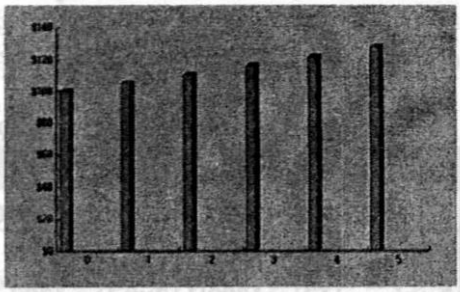
$FV_1 = 100.000 \times (1+0,05) = 105.000$ u.m.

$FV_2 = 105.000 \times (1+0,05) = 110.250$ u.m. sau

$FV = 100.000 \times (1+0,05)^2 = 110.250$ u.m.

Procesul de compunere a sumei pentru fiecare an poate fi reprezentat în forma tabelară sau diagramă:

Anul	Simbol	Valoarea banilor
0	PV	100.000
1	FV_1	105.000
2	FV_2	110.250
3	FV_3	115.760
4	FV_4	121.550
5	FV_5	127.630



Formula dobânzii compuse este o formulă de bază în calculele financiare, de aceea pentru comoditatea utilizării factorului $(1+r)^n$, numit *factor de compunere* (factor multiplicator – FM1) pentru o sumă unică şi care asigură creşterea valorii, sunt tabulate pentru diverse valori *r* şi *n* în aşa-numitele tabele financiare.

$$FM1(r,n) = (1+r)^n \qquad (3.14)$$

În acest caz, formula de calcul a valorii viitoare a unui flux bănesc va avea forma:

$$FV = PV \times FM1(r,n) \qquad (3.15)$$

Sensul economic al coeficientului multiplicator *FM1 (r,n)* constă în aceea că el arată cu cât va fi egală o unitate monetară peste *n* perioade cu rata prestabilită a dobânzii *r* (engl. „futures value interest factor for *r* and *n*" – $FVIF_{r,n}$).

Utilizarea formulelor de calcul ale dobânzii compuse şi a celei simple la determinarea valorii viitoare dau sensuri diferite în funcţie de perioada pentru care se face calculul. Astfel, pentru perioade mai mici de un an, este mai avantajoasă calcularea valorii viitoare în baza dobânzii simple, iar pentru perioade mai mari de un an – formula dobânzii compuse. În cazul când perioada este 1 an de zile, rezultatele sunt similare.

Exemplul 3.4. *Vom admite că este necesar de calculat valoarea viitoare a unei sume de 1000 lei, la o rată a dobânzii de 10% în următoarele condiţii: a) dobândă simplă; b) dobândă compusă; respectiv în ambele cazuri se vor examina următoarele termene ale depozitului (6 luni, 1 an, 2 ani. Calculele sunt prezentate în Tab. 3.1.*

Tabelul 3.1. Calculul valorii viitoare a unui flux de numerar

Perioada	Dobândă simplă	Dobândă compusă
6 luni	FV = 1000(1+1/2×0,1) = 1050	**FV = 1000(1+0,1)$^{1/2}$ = 1048**
1 an	FV = 1000(1+1×0,1) = 1100	**FV = 1000(1+0,1)^{1} = 1100**
2 ani	**FV = 1000(1+2×0,1) = 1200**	**FV = 1000(1+0,1)^{2} = 1210**

În cazul când capitalizarea are loc de mai multe ori în decursul anului, valoarea viitoare a fluxului de determină prin relaţia:

$$FV = PV(1+r/m)^{n\times m} \qquad (3.16)$$

în care: m – numărul de capitalizări în decursul anului;

n – numărul de ani;

r – rata actualizării.

Compunerea continuă. Pe parcurs am presupus, în mod implicit, că orice creştere are loc la anumite intervale: adică anual, semestrial, trimestrial, lunar, zilnic. Am putea continua în acest fel, realizând procedeul de compunere la fiecare minut, secundă, miime de secundă ş.a.m.d. La limită, putem să aplicăm procedeul de compunere în mod continuu.

Relaţia de calcul aplicabilă în acest sens este:

$$FV = PV\times e^{r\times n}, \text{ unde } e = 2{,}7183...^{14} \qquad (3.17)$$

Exemplul 3.5. *Dacă 100 lei sunt investiţi pe o perioadă de 5 ani la o rată a dobânzii de 10% cu compunere continuă, atunci FV se calculează în modul următor:*

$$FV = 100\times e^{0.1\times 5} = 100\times(2{,}7183...)^{5} = 164{,}87 \text{ lei.}$$

3.4. Valoarea prezentă a unui flux de numerar

În managementul financiar, pentru asigurarea comparabilităţii mărimii fluxurilor financiare dispersate în timp, o importanţă primordială revine discontării sau tehnicii de actualizare, adică determinării valorii actuale (prezente) *PV (present value)* a diferitelor fluxuri financiare ce vor fi obţinute în viitor, care mai poartă denumirea de *discontare* sau *actualizarea fluxurilor financiare* la $t_a=0$.

Valoarea actuală (prezentă) a fluxului bănesc reprezintă valoarea reală pe care o are o unitate monetară astăzi care va fi primită sau plătită în viitor. Spre exemplu, ce sumă trebuie să investească un potenţial investitor astăzi ca peste un an să dispună de 1000 lei în cont la o rată a dobânzii de 5%?

Valoarea prezentă	×	*(1,0+rata dobânzii)*	=	*Valoarea viitoare*
Valoarea prezentă	×	*(1,0+0,5)*	=	*1000*
Valoarea prezentă	=	*1000 / 1,05*		
Valoarea prezentă	=	*952,38*		

Prin urmare, pentru a obţine o valoare viitoare de 1000 lei, trebuie de investit astăzi 952,38 lei. Dobânda aplicată sumei de 952,38 lei pentru o perioadă de un an este egală cu 47,62 lei, iar în sumă ele constituie 1000 lei.

Astfel, pentru calcularea valorii prezente, se aplică procedeul actualizării, care este un calcul „invers" al celui de compunere (multiplicare). Valoarea prezentă pentru un flux unic se efectuează după formula:

$$PV = FV \cdot \frac{1}{(1+r)^n} \qquad (3.18)$$

Valorile factorului $\frac{1}{(1+r)^n}$ numit factor de actualizare (coeficient de scontare) pentru o sumă unică sunt tabulate, de asemenea, într-un tabel financiar şi este notat prin *FM2(r,n)*, de unde:

$$PV = FV \times FM2(r,n) \tag{3.19}$$

Sensul economic al coeficientului de scontare $FM2(r,n)$ constă în aceea că el arată de pe poziţiile momentului actual de timp valoarea unei unităţi monetare care se prevede să fie obţinută peste n perioade cu rata prestabilită de actualizare r (în engl. „present value interest factor for r and n", $PVIF_{r,n}$). Trebuie de reţinut că la utilizarea tabelelor financiare este necesar de urmărit corespunderea duratei perioadei cu rata dobânzii. Astfel, dacă perioada de bază a calculării dobânzii este trimestrul, în calcule trebuie să se utilizeze rata trimestrială, dacă anul – rata anuală.

Dacă procesul de *actualizare* este aplicat în mod *continuu*:

$$VP = \frac{FV}{e^{r \cdot n}} = FV \cdot e^{-r \cdot n} = FV \cdot \frac{1}{e^{r \cdot n}} \cdot \tag{3.20}$$

3.5. Valoarea prezentă şi viitoare ale anuităţilor şi perpetuităţilor

În managementul financiar, un aspect frecvent întâlnit se referă la evaluarea anuităţilor, care reprezintă o serie de plăţi egale efectuate la începutul sau la finele unor intervale fixe de timp. O anuitate se poate defini ca o serie de plăţi periodice egale, numite plăţi PMT – „*payments*", efectuate pe un număr specificat de perioade. De exemplu, o plată în valoare de 1000 lei, efectuată la finele fiecăruia din următorii 3 ani, reprezintă o anuitate cu o durată de 3 ani. Plăţilor li se conferă simbolul *A* (*anuitate*) sau *PMT* (*payment*) şi ele pot fi efectuate fie la începutul (*prenumerando*), fie la finele fiecărei perioade (*postnumerando*). Dacă ele se efectuează la finele fiecărei perioade, ceea ce reprezintă modul cel mai obişnuit de plată, se mai spune că avea de a face cu o anuitate obişnuită sau ordinară, „*diferred payment annuity*". Dacă plăţile se fac la începutul fiecărei perioade, atunci avem de a face cu o anuitate specială sau cuvenită „*annuity due*".

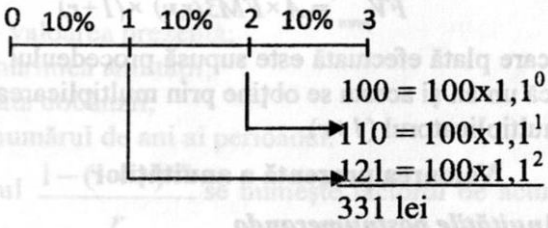
Valoarea viitoare a anuităţilor

Anuităţile postnumerando

O *anuitate postnumerando* este compusă dintr-o serie de plăţi de sume egale efectuate la finele fiecărei perioade. Spre exemplu, întreprinderea la finele fiecărui an depune într-un cont de acumulare pe o perioadă de 3 ani câte 100 mii lei la o dobândă de 10% anuală, care se capitalizează anual şi va fi suma disponibilă la finele perioadei de 3 ani. Pentru a răspunde corect la aceste întrebări, trebuie să aflăm *FV* a unei anuităţi. Pentru a o determina, fiecare plată este supusă procedeului de compunere (fructificare) până la sfârşitul perioadei de 3 ani, iar suma valorilor viitoate ale plăţilor formează valoarea viitoare a anuităţii.

Se poate prezenta aceasta utilizând axa temporală:

De exemplu, valoarea viitoare a unei anuităţi (FV_{post}) de 100 lei primiţi la fiecare sfarşit de an timp de trei ani cu o dobandă de 10% va fi:



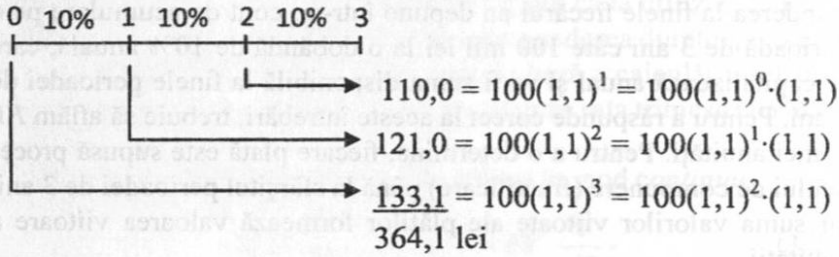
Deci, valoarea viitoare a unei anuităţi *postnumerando* (FV_{post}) este:

$$FV_{post} = A \times \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right] \qquad (3.23)$$

Termenul $\frac{(1+r)^n - 1}{r}$ se numeşte *factorul de compunere al unei anuităţi (FM3 (r;n) sau $FVIFA_{r,n}$ – future value interest factor for an annnuity*, având valorile tabelate pentru diferite termene şi dobânzi.

$$FV_{post} = A \times FM3(r,n) \qquad (3.24)$$

Dacă plăţile din exemplul precedent s-ar face la începutul fiecărei perioade, acestea s-ar numi *anuităţi prenumerando* (A_{pren}). Pe axa temporală: deci, fiecare dintre sume ar trebui să fie compuse pentru încă un an.



Astfel, valoarea viitoare a unei *anuităţi prenumerando* va fi:

$$FV_{pren} = A \times \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right] \times (1+r) \qquad (3.25)$$

Sau $$FV_{pren} = A \times FM3(r,n) \times (1+r) \qquad (3.26)$$

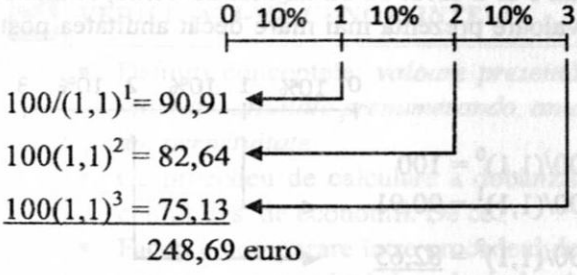
Aşadar, fiecare plată efectuată este supusă procedeului de compunere pentru încă un an şi acesta se obţine prin multiplicarea factorului *FM3(r,n)* cu multiplicatorul *(1+r)*.

Valoarea prezentă a anuităţilor

Anuităţile postnumerando

Deseori este necesară să se calculeze valoarea prezentă a unei serii de încasări şi plăţi. Atunci când se calculează valoarea prezentă a unor sume egale repartizate uniform în timp, se determină valoarea prezentă a unei anuităţi obişnuite (postnumerando).

Exemplul 3.6. *Dăm în chirie pe un termen de 3 luni un apartament la un preţ de 100 euro pe lună, care-i vom primi la finele fiecărei luni, în condiţiile unei rate lunare a dobânzii de 10%. Care va fi valoarea prezentă a acestei anuităţi?*



Valoarea prezentă a unei anuităţi postnumerando PV_{post} va fi:

$$PV_{post} = A\frac{1}{(1+i)^1} + A\frac{1}{(1+i)^2} + A\frac{1}{(1+i)^3} + ... + A\frac{1}{(1+i)^n} \quad (3.27)$$

Aceste calcule se efectuează mai uşor, dacă se aplică formula de calcul a valorii prezente a anuităţilor:

Postnumerando: $PV_{post} = A \cdot \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} = A \cdot FM4\ (r, n)$ (3.28)

unde: PV – valoarea prezentă;

A– mărimea anuităţii;

r – rata dobânzii;

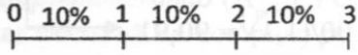
n – numărul de ani ai perioadei.

Termenul $\frac{1-(1+r)^{-n}}{r}$ se numeşte factorul de actualizare a unei anuităţi (*FM4 (r,n)* (*„present value interest factor for an annuity"* – $PVIFA_{r,n}$) şi este de asemenea tabelat.

Anuităţi prenumerando

Dacă plăţile, pe baza cărora am construit exemplul precedent, ar fi fost făcute la începutul fiecărui an, anuitatea respectivă se consideră o anuitate prenumerando. Fiecare plată se actualizează pentru o perioadă mai mică cu un an, comparativ cu exemplul precedent. Datorită

faptului că fiecare plată s-ar fi făcut cu un an mai devreme, anuitatea prenumerando are o valoare prezentă mai mare decât anuitatea postnumerando:



$[100/(1,1)^1](1,1) = 100/(1,1)^0 = 100$
$[100/(1,1)^2](1,1) = 100/(1,1)^1 = 90,91$
$[100/(1,1)^3](1,1) = 100/(1,1)^2 = \underline{82,65}$
273,56 euro

Deci, valoarea prezentă a unei anuităţi prenumerando va fi:

$$PV_{pren} = A \times \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} \times (1+r) \qquad (3.29)$$

Deoarece plăţile se varsă mai repede, o anuitate prenumerando este mai valoroasă decât una postnumerando. Acest surplus de valoare poate fi găsit prin înmulţirea valorii prezente a unei anuităţi obişnuite cu factorul (1+r):

$$VP_{pren} = A \times FM4(r,n) \times (1+r) \qquad (3.30)$$

În cazul când fluxurile de lichidităţi au loc în decursul unei perioade nedereminate de timp, ele se numesc *perpetuităţi* sau *anuităţi perpetue*. În acest caz, se calculează doar valoarea lor prezentă (*present value of a perpetuity*) după relaţia de calcul:

$$PV_p = P/r, \qquad (3.31)$$

în care: P – suma perpetuităţii; r – rata actualizării.



VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

- Definiţi conceptele: *valoare prezentă, valoare viitoare, anuitate, anuitate prenumerando, anuitate postnumerando, perpetuitate;*
- Ce procedeu de calculare a dobânzii aţi prefera pentru contul dvs. de economii. De ce?
- Faceţi o comparare între procedeul de calculare a valorii viitoare şi procedeul de calcul al valorii prezente. Care este diferenţa între ele?
- Stabiliţi variabila-cheie prin care se deosebeşte valoarea prezentă de valoarea viitoare;
- Argumentaţi în baza unui exemplu din practica financiară în ce mod utilizarea unei perioade de compunere mai mică de un an afectează calculul valorii prezente?



APLICAŢII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

1. Calculaţi valoarea viitoare a sumei de 2.500 lei investită într-un proiect cu rentabilitatea anuală de 12% cu capitalizare trimestrială a veniturilor (durata proiectului – 2 ani).
2. Dispuneţi de suma de 1.000.000 u.m. şi o plasaţi timp de 10 ani, cu o dobândă anuală de 10% în primii 2 ani, 11% în următorii 3 şi 12% în ultimii 5 ani. Să se determine fondul disponibil la 10 ani după depunere.
3. Depunem un capital în valoare de 10.000 lei în regim de dobândă simplă pe o durată de 10 luni la o bancă ce acordă un procent anual de 12%. Să se determine capitalul de care vom putea dispune la scadenţă.
4. Suma de 3.000 u.m. este plasată într-un cont de depozit pe timp de 5 ani în regim de dobândă compusă, cu procentele anuale de 8%, 9%, 10%, 11% şi 12%. Ce sumă se află în cont după 5 ani?

5. Care este suma inițială, știind că într-o operație financiară în regim de dobândă compusă desfășurată pe o perioadă de 5 ani cu procentul anual de 8%, dacă suma finală a fost de 3.000 u.m.?
6. Dacă timp de 5 ani consecutiv, la fiecare sfârșit de an se plasează în regim de dobândă compusă sumele 10.000 u.m., 15.000 u.m., 20.000 u.m., 25.000 u.m. și 30.000 u.m., cu procentele anuale de 10%, să se determine:

(a) Valoarea finală a operațiunii;
(b) Valoarea actuală (prezentă) a operațiunii.

7. Depunem un capital în valoare de 20.000 lei în regim de dobândă simplă pe o durată de 8 luni la o bancă ce acordă un procent anual de 12%. Să se determine capitalul disponibil la scadență.
8. La finele fiecărui an, timp de 8 ani, se depune suma S = 16.000 u.m. cu un procent anual de dobândă de 10%. Care este valoarea finală a acestei operațiuni?
9. Ce sumă trebuie depusă pe o durată de un trimestru în regim de dobândă simplă la o bancă ce acordă un procent anual de 6% pentru depozitele în lei pentru a putea ridica la scadență suma de 52.000 lei?
10. O persoană ce dispune de un capital în valoare de 10.000 euro poate opta pentru una din următoarele variante de plasare a acestuia în regim de dobândă compusă timp de 4 ani:

a) cu dobânda anuală constantă de 4%;
b) cu dobânzile anuale de 3% în primul an, 4% în următorii doi și 5% în ultimul an.

Să se determine valoarea finală a capitalului plasat pentru fiecare din situațiile de mai sus.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Bogdan, I. (coord.). *Tratat de management financiar-bancar.* Bucuresti: Ed. Economica, 2002.
2. Dobrotă, G. *Gestiunea financiară a întreprinderii.* Craiova: Spirit Românesc, 2003.

3. Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian*. Bucuresti: Editura Economică, 1998.
4. Manolescu, G. *Managementul financiar*. Bucureşti: Editura Economică, 2005.
5. Stoleriu, Iu. *Matematici financiare. Note de curs*. Iaşi, 2015. http://www.math.uaic.ro/~stoleriu/MF2015last.pdf
6. Zambiţchi, D. *Matematici financiare şi actuariale*. Chişinău: Dep. Ed.-poligr. Al ASEM, 2005.

4. GESTIUNEA SURSELOR DE FINANȚARE A ENTITĂȚILOR ECONOMICE

4.1. Importanța deciziilor de finanțare în managementul financiar al entității economice
4.2. Finanțarea activității economice din surse proprii
4.3. Finanțarea activității economice prin capital împrumutat

Obiective:

- să caracterizeze sursele proprii de finanțare prin prisma esenței lor, avantajelor și dezavantajelor;
- să caracterizeze surse de capital împrumutat prin prisma esenței lor, avantajelor și dezavantajelor;
- să elaboreze tablouri de rambursare a capitalului împrumutat.

Concepte de bază: *management financiar; maximizarea valorii de piață a entității; decizie financiară; resurse financiare; fluxuri financiare; relații financiare; subiecții managementului financiar.*

4.1. Importanța deciziilor de finanțare în managementul financiar al entității economice

Obiectivul principal al managementului financiar la etapa actuală îl constituie maximizarea valorii de piață a entității economice. Şi în această ordine de idei, managementul firmei are de soluționat două probleme:

a) pe de o parte – să asigure achitarea datoriilor curente şi în acest mod să contrubuie la menținerea echilibrului financiar pe termen scurt;
b) pe de altă parte – să asigure o dezvoltare durabilă, dar pentru aceasta entitatea va avea nevoie să lanseze proiecte investiționale privind creşterea producției, ameliorarea calității, optimizarea cheltuielilor şi/sau soluționarea unor probleme cu caracter social. Deci, realizarea acestei probleme presupune o finanțare pe perioada medie şi de lungă durată.

Pentru a atinge scopurile propuse, managerii companiilor trebuie să dispună de resurse financiare. Astfel, rolul aparatului managerial în soluționarea problemei de finanțare a activității economice a întreprinderii este indiscutabil şi competența managerilor se consideră una din cele mai importante privind deciziile strategice ale firmei.

Finanțarea este abordată ca alocare de resurse financiare, care pot avea titlu rambursabil sau nerambursabil în condiții determinate, cu scopul acoperirii unor nevoi economice sau financiare ale entității. Necesarul de resurse financiare se înregistrează pe parcursul unei perioade de timp ca decalaj între sursele existente şi sursele necesare de fonduri băneşti.

Finanțarea inițială se realizează prin capitalul statutar (social), care este averea întreprinderii în momentul constituirii sale. Mai apoi, averea acumulată datorită performanței activității desfăşurate generează şi alte posibilități de finanțare.

Ulterior, întreaga activitate se bazează pe continuitatea fluxurilor financiare de constituire, utilizare şi recuperare a resurselor investite. Orice întrerupere a acestui flux provoacă dificultăţi în desfăşurarea afacerilor, chiar şi blocaj financiar, ce poate pune sub semnul întrebării însăşi existenţa entităţii.

Activitatea firmei este diversă şi deseori capitalul disponibil nu este suficient pentru a acoperi cheltuielele curente sau pe termen lung ale firmei. Aceste cheltuieli pot apărea în funcţie de obiectivul propus spre realizare şi pot fi cheltuieli de investiţii, cheltuieli de stocuri, de creştere a productivităţii firmei etc.

Decalajele de resurse financiare la întreprindere sunt generate de doua cauze, şi anume:

1. Diferenţe directe dintre imobilizările totale în activele firmei mai mari şi fondurile proprii mai mici.
2. Dereglări în încasarea rezultatelor economice, care determină deficit de trezorerie.

Prima cauză este specifică majorităţii întreprinderilor. Deoarece, pentru a iniţia o afacere, antreprenorul sau investitorul are nevoie de bani, şi în afară de sursele proprii el poate recurge şi la surse împrumutate pentru a realiza o activitate economică mai mare decât o poate acoperi capitalul propriu al firmei. De aceea activele curente ale întreprinderii sunt parţial acoperite din capitalul propriu şi celelalte preponderent din pasivele sau obligaţiile firmei de către furnizori sau de către bănci.

Dereglările sau deficitele apărute la întreprindere sunt destul de frecvente în ceea ce ţine de decontările cu clienţii. Aceste deficite apar din cauza prelungirii peste limitele normale a creanţelor întreprinderii, care pune amprenta asupra capitalului de lucru al firmei şi provoacă deficit de trezorerie. Aceste două cauze determină variaţia de fonduri necesare la întreprindere.

Decizia de a apela la sursele de finanţare împrumutate este influenţată de nevoile specifice fiecărei firme şi de sursele de finanţare de care dispune aceasta. Disponibilitatea surselor este corelată de mări-

mea companiei, iar decizia de finanţare a firmei trebuie să ia în considerare atât fiecare împrumut, cât şi impactul acestuia asupra structurii proprietăţii existente [1, p.45]. Deciziile referitoare la constituirea capitalului, structurii acestuia, precum şi opţiunile de a acoperi nevoile de finanţare fie prin fonduri proprii, fie prin fonduri împrumutate reprezintă politica de finanţare a întreprinderii. Această politică este proprie fiecărei întreprinderi şi este influenţată de factori atât externi cât şi interni. Alegerea unui anumit mod de finanţare depinde de costul şi rentabilitatea capitalului împrumutat, precum şi de structura financiară a întreprinderii în ansamblu.

Astfel, în cadrul selectării surselor de finanţare, printre principalele probleme analizate sunt: alegerea structurii financiare a întreprinderii, politica de dividende şi mărimea autofinanţării, alegerea între finanţarea pe termen lung şi finanţarea pe termen scurt [2, p.95].

Selectarea surselor de finanţare pentru acoperirea necesităţilor de capital ale firmei presupune realizarea unui întreg proces decizional. Derularea procesului decizional are o mare importanţă pentru activitatea entităţii şi o eroare în acest domeniu poate aduce prejudicii de diferite proporţii.

Procesul decizional privind finanţarea în cadrul întreprinderii vizează trei mari direcţii, şi anume:

1. Alegerea proporţiei între capitalul atras de la proprietarii (acţionarii), investitorii firmei şi creditori, practic alegerea structurii financiare a firmei. Structura financiară a firmei are o influenţă hotărâtoare asupra riscului suportat de întreprindere.
2. Alegerea între reinvestirea surplusului de lichidităţi sau distribuirea lui ca dividend – respectiv finanţarea internă şi politica de dividende. Dacă întreprinderea decide să repartizeze o parte din profit sub formă de dividend, aceasta va reduce posibilitatea finanţării interne şi ca opţiune se va recurge la cea externă. Politica dividendelor depinde, în mare măsură, de componenţa şi preferinţele acţionarilor, deciziile acestora, precum şi valoarea întreprinderii pe piaţă.

3. Alegerea dintre îndatorarea pe termen lung şi îndatorarea pe termen scurt. Selectarea structurii financiare ne arată nivelul de îndatorare a întreprinderii în limitele unui cuantum ales. În decizia de a se finanţa pe termen scurt sau pe termen lung se evidenţiază doi termeni principali: costurile comparate ale resurselor în funcţie de scadenţa acestora şi gradul de precauţie sau situaţia de risc fie de finanţare, fie de insolvabilitate. Alegerea între îndatorare pe termen scurt şi pe termen lung oferă posibilitate întreprinderii de a face selecţia între rentabilitate şi riscul de insolvabilitate. Căutarea unei anumite rentabilităţi, adică apelarea la surse cu cost minim poate implica risc ridicat şi invers – reducerea riscului duce la majorarea costului şi respectiv micşorarea rentabilităţii.

Sursele de finanţare se divizează în funcţie de proveniența lor în surse proprii şi surse împrumutate; în funcţie de durata perioadei se cunosc surse de finanţare pe termen scurt şi pe termen mediu şi lung.

Sistemul financiar modern oferă o gamă de instrumente şi opţiuni financiare de finanţare. În competenţa managerilor financiari este selectarea sursei, care implică cel mai mic risc şi cel mai mare grad de rentabilitate. De asemenea, o importanţă majoră o constituie cuantumul şi costul capitalurilor atrase.

4.2. Finanţarea activităţii economice din surse proprii

Resursele financiare proprii sunt formate pe seama contribuţiilor externe, contribuţiilor interne sau autofinanţare. Astfel capitalurile proprii regrupează totalitatea capitalurilor ce aparţin întreprinderii, adică capitalul social şi rezervele, profiturile şi alte fonduri constituite în limita legii sau ale statutului propriu [1, p.59].

De fapt, sursele proprii reprezintă bogăţia asociaţilor, iar în cazul cesiunii sau lichidării entităţii totalul acestora reprezintă bogăţia

distribuită asociaţilor sau bogăţia disponibilă după stingerea tuturor obligaţiilor faţă de creditorii societăţii.

Principalele metode de finanţare din surse proprii sunt:

- autofinanţarea;
- majorarea de capital prin aporturi noi;
- creşterea de capital prin încorporarea de reserve;
- conversiunea datoriilor.

Autofinanţarea este cea mai răspândită metodă de finanţare şi presupune ca întreprinderea îşi asigură dezvoltarea şi nevoile de fonduri cu forţele proprii, folosind drept surse de finanţare o parte a profitului obţinut şi fondurile de amortizare, cu ajutorul cărora poate acoperi nevoile de înlocuire a activelor materiale şi de creştere a activului economic [2, p. 111].

Autofinanţarea ocupă un rol semnificativ în finanţarea întreprinderii, deoarece creează avantaje pentru proprietari (acţionari) şi pentru întreprindere, care presupune o autonomie financiară ridicată. Din punctul de vedere al conţinutului său, autofinanţarea este determinată de creşterea resurselor, obţinute din propria activitate şi care vor rămâne permanent la dispoziţia întreprinderii pentru activitatea sa viitoare [2, p.98].

Autofinanţarea poate fi de două tipuri:

- *Autofinanţarea netă* – presupune doar utilizarea a unei părţi din profiturile anuale pentru finanţarea activelor. Ea sporeşte capitalul statutar, iar transformarea surselor provenite din autofinanţare netă în capital statutar se face fără mărirea numărului de acţiuni şi creşterea valorii pe o acţiune, iar valoarea se repartizează acţionarilor gratuit.
- *Autofinanţarea brută* cuprinde pe lângă profitul capitalizat şi amortismentul ca sursă de finanţare. Întrucât amortizarea este utilizată pentru înlocuirea mijloacelor fixe uzate, ea nu contribuie la sporirea capitalului statutar, ci numai la modificarea structurii acestuia.

Decizia de autofinanţare şi nivelul acesteia sunt influenţate de factori externi, printre care sunt: fiscalitatea, constrângeri privind piaţa

financiară sau alte constrângeri diverse. Autofinanţarea este o decizie, ce trebuie analizată de către proprietarii întreprinderii, iar importanţa problemei analizate este sursa de autofinanţare.

Majorarea de capital este sursă acumulată din fonduri proprii, dar care are caracterul finanţării externe. Contribuţiile externe reprezintă aporturile asociaţilor şi acţionarilor la constituirea capitalului iniţial şi majorarea acestuia pe parcursul exerciţiului financiar în cazul necesităţii sale. Majorarea capitalului este aleatoare, ea intervine rareori în existenţa întreprinderii şi se manifestă sub formă:

a) de aporturi noi în numerar sau în natură;
b) de încorporarea de rezerve sau a diferenţelor de curs valutar;
c) de conversie a datoriilor, a creanţelor în acţiuni şi în cazurile fără soluţie la fuziunea sau absorbţia întreprinderii [3, p.63].

Aporturile noi de capital sunt mobilizate pentru creşterea capitalului social. Dintre toate formele de finanţare numai majorarea de capital prin aporturi noi de numerar reprezintă o operaţiune de finanţare directă, deoarece procură entităţii lichidităţi suplimentare, celelalte fiind doar conversii ale posturilor de bilanţ.

Necesitatea majorării capitalului social are diverse motivaţii. Dintre aceste motivaţii menţionăm:

- dezvoltarea activităţilor impune un plus de resurse proprii, mai ales pentru societăţile care nu pot recurge la împrumuturi cum sunt societăţile de asigurări sau bancare;
- capitalul iniţial a fost diminuat pentru acoperirea pierderilor anterioare;
- majorarea capitalului social pentru a atinge plafonul stabilit de legislaţie;
- din voinţa proprietarilor.

Aporturile în numerar sunt făcute numai de la acţionarii sau asociaţii vechi, dacă au posibilitatea de a participa la majorarea capitalului. În cazul societăţii pe acţiuni la aporturile noi de numerar se va proceda prin emisiune de acţiuni noi. În cazul aporturilor noi de numerar, asociaţilor se va distribui cota-parte a fiecaruia prin ponderea aportului

nou adus de capital. Majorările de capital prin aporturi noi de numerar pot fi realizate fie prin majorarea valorii nominale a acţiunilor, fie prin emisiunea de noi acţiuni.

Aportul în natură. Această operaţiune nu invocă aporturi monetare suplimentare întreprinderilor, ea constituie o operaţie indirectă de finanţare – prin aportul în active, care permit mărirea mijloacelor de producţie. Ea nu modifică sensibil situaţia financiară a întreprinderii. Creşterea de capital prin aport în natură poate fi efectuată şi când capitalul vechi nu este în întregime liber.

Aceasta este o operaţie delicată în raport cu problemele puse în legătură cu evaluarea aporturilor. De aceea, în cazul unor aporturi în natură, adunarea generală extraordinară a societăţii în cauză va trebui să numească unul sau mai mulţi experţi pentru evaluarea acestor aporturi. Sumarul acţiunilor create este egal cu raportul dintre valoarea aporturilor şi valoarea nominală a acţiunilor, în afară de prima de emisiune.

Încorporarea de rezerve, cum deja s-a menţionat, nu aduce resurse financiare noi. Esenţa acestei metode de finanţare constă în faptul că o parte a capitalului de rezervă (care se formează conform legislaţiei în vigoare în proporţie nu mai mică de 15% de la capitalul social din defalcări de la profitul net al entităţii) se transformă în capital social. Are loc diminuarea soldului în contul „Rezerve" cu creşterea respectivă a soldului în contul „Capital social". În urma realizării acestei proceduri se obţine o imagine mai favorabilă a situaţiei financiare a enităţii şi/ sau distribuie acţiuni gratuite asociaţiilor, proporţional participării lor la capitalul enităţii.

Conversiunea datoriilor reprezintă o posibilitate de achitare a unor datorii, atunci când lipsesc lichidităţile. În contul datoriei agentul economic emite acţiuni în favoarea creditorului. Operaţiunea de asemenea nu aduce fluxuri financiare pozitive, ci, dimpotrivă, stabileşte obligaţii, de aceea, în practică se stabilesc de cele mai multe ori clauze precise, prin care agentul economic poate răscumpăra acţiunile respective.

La fel ca şi încorporarea de rezerve, creşterea capitalului prin conversia datoriilor pare să nu aibă incidenţă asupra finanţării întreprinderii. Operaţia are totuşi incidenţe asupra finanţării:

1) în măsura în care datoriile sunt transformate în participare la capital, întreprinderea este eliberată de o scadenţă viitoare şi creşte astfel stabilitatea finanţării sale. Li se recunoaşte vechilor creditori participarea la capital, cu toate consecinţele ce decurg, mai ales influenţa asupra deciziilor întreprinderii;
2) pentru că suma datoriilor se diminuează şi cea a capitalului propriu creşte, întreprinderea este de acum înainte mai puţin îndatorată, îşi ameliorează situaţia şi structura financiară. În caz de nevoie, ea va putea să solicite uşor noi împrumuturi. Conversia de datorii în aşa fel îi permite să-şi reconstituie capacitatea de îndatorare (şi capacitatea de finanţare).

Totuşi, aceste operaţii exercită o influenţă indirectă asupra condiţiilor de finanţare. Astfel, putem concluziona că sursele proprii reprezintă cel mai frecvent punct de plecare în cazul finanţării afacerilor mici si noi. Instituţiile financiare (băncile) acordă mai greu credite firmelor aflate la început decât celor cu o „istorie" deja bine conturată. Această decizie se bazează pe ratele mari de eşec, înregistrate de afacerile noi.

Sursele proprii oferă un şir de ***avantaje***:

a) se asigură o flexibilitate în procesul decizional;
b) nu vor fi retrase în cazul deteriorării situaţiei financiare, ca în cazul unui credit bancar;
c) nu este necesară expunerea detaliată a planului de afaceri în faţa unor parteneri externi, şi nici aprobarea acestora pentru luarea deciziilor importante;
d) se asigură un grad mai mare al autonomiei financiare, respectiv o mai mare siguranţă şi independenţă;
e) reprezintă o garanţie a motivaţiei întreprinzătorului pentru asigurarea succesului afacerii.

Totodată, se menționează și anumite dezavantaje ale finanțării din surse proprii:

a) fondurile proprii sunt în general destul de limitate și pot frâna dezvoltarea afacerii;
b) în caz de nereușită, pierderea va fi suportată în întregime de întreprinzător;
c) entitatea va fi puțin cunoscută de instituțiile financiare și va putea mai greu mobiliza surse de finanțare în situații speciale.

4.3. Finanțarea activității economice prin capital împrumutat

Insuficiența temporară, iar uneori și permanentă a capitalului propriu, conduce la luarea deciziilor de a atrage împrumuturi.

Sursele împrumutate se particularizează față de sursele proprii prin următoarele trăsături:

- nu aparțin agentului economic utilizator;
- pentru folosirea lor, împrumutatul plătește furnizorului de capital o taxă sub formă de dobândă;
- angajarea împrumuturilor este garantată de împrumutat cu o parte din patrimoniul său, ce poate fi valorificat pentru rambursarea împrumutului.

Împrumuturile se divizează în:

a) credite bancare pe termen mediu și lung;
b) împrumutul obligatar.

Creditul bancar este împrumutul bănesc acordat solicitanților (agenți economici sau persoane fizice) de către instituțiile specializate – denumite instituții bancare – sub formă bănească, pentru un timp determinat, ce va fi rambursat în viitor, la o anumita dată, fiind însoțit de dobândă.

Organizarea deservirii financiar-creditare a întreprinderilor, organizațiilor, populației joacă un rol important în dezvoltarea economiei

naţionale, în dezvoltarea structurilor financiar-economice şi în tendinţa de a ridica nivelul de trai al populaţiei. Evoluţia sistemului de credit se determină, în mare măsură, de situaţia economică din ţara dată. Fiecare etapă a dezvoltării istorico-economice a societăţii corespunde unui tip de sistem de credit, care determină cerinţele la etapa de dezvoltare a societăţii. Mecanismul de funcţionare a sistemului de credit se schimbă în funcţie de schimbarea structurii de organizare, de executarea obligaţiunilor de creditare sub diferite forme, de metodele şi procedeele utilizate [4, p.196].

Împrumuturile obligatare au la bază emisiunea de titluri pe termen scurt şi lung, numite obligaţiuni. Împrumutul obligatar constituie o modalitate de atragere a surselor împrumutate ale societăţilor pe acţiuni. El se deosebeşte de un împrumut bancar prin faptul că:

a) faţă de creditarea bancară, care presupune un singur creditor, emisiunea de obligaţiuni reuneşte un număr mai mare de creditori;
b) recuperarea investiţiei în obligaţiuni se poate efectua înainte de scadenţă, la preţul pieţei, prin intermediul pieţei secundare a titlurilor de valoare negociabile.

Obligaţiunile fac parte din categoria împrumuturilor pe termen lung şi mediu şi este, în mod obişnuit, o obligaţie creată în urma împrumutării unor sume de bani de către o firmă. Firma se angajează să ramburseze datoria celui care a cumpărat obligaţiuni la o rată a dobânzii aplicată asupra valorii obligaţiunii. Pentru utilizarea fondurilor deţinătorul obligaţiunii, deci cumpătorul, este un creditor al firmei şi are prioritatea de a fi plătit în caz de faliment faţă de acţionari.

Avantaje şi dezavantaje ale capitalului împrumutat

Avantajele capitalului atras prin împrumut faţă de cel propriu sunt:

- timp scurt de acces la resursele financiare necesare;
- este accesibil în orice moment;
- poate fi obţinut un volum variabil de resurse financiare, în funcţie de necesitaţi;

- posibilitate de negociere a condiţiilor de rambursare;
- necesitatea de a convinge creditorul de viabilitatea afacerii îl impune pe debitor să-şi examineze obiectiv afacerea, să obţină o imagine clară a situaţiei sale financiare;
- costul capitalului împrumutat, de regulă, este mai mic decât costul capitalului propriu.

În acelaşi timp, capitalul împrumutat nu este lipsit şi de unele neajunsuri. Deci, la dezavantage se referă:

- apariţia unor obligaţii suplimentare (dobânda, garanţii);
- existenţa unor formalităţi obligatorii de îndeplinit (documentaţii, rapoarte periodice etc.) ;
- implicarea unor factori externi în managementul firmei şi apariţia unor restricţii;
- riscul întreruperii creditării în cazul unor evenimente nefavorabile pentru întreprindere, riscul ratei dobânzii.

Un factor important în angajarea capitalului împrumutat este modalitatea de rambursare.

În practica financiar-bancară se aplică trei scheme (modalităţi) de rambursare a capitalului împrumutat.

Prima schemă presupune rambursarea sumei de bază a împrumutului la finele perioadei de creditare, cu achitarea regulată a dobânzii la anumite intervale contractate din perioada de creditare (o dată pe lună, pe trimestru, pe semestru).

Schema a doua prevede rambursarea sumei de bază a împrumutului în rate constante egale pe intervaluri din perioada de creditare. Dobânda se va calcula la fel pe intervaluri de la soldul creditului nerambursat.

Schema a treia este cunoscută ca rambursarea prin anuităţi şi prevede că împrumutul se rambursează pe intervaluri stabilite în sumă constantă, ce include şi stingerea sumei de bază a împrumutului, şi dobânda. Dobânda se va calcula ca şi în schema precedentă de la soldul creditului nerambursat.

Exemplul 4.1. *O entitate economică a contractat un credit în valoare de 2 000 000 lei pe o perioadă de 2 ani cu achitarea semestrială a dobânzii. Rata anuală a dobânzii este de 12%. Să se elaboreze tablourile de rambursare a acestui credit în baza schemelor cunoscute:*

a) fără perioadă de grație;

b) cu perioada de grație 6 luni.

I. Aplicarea schemei 1

Calcule:

Se va determina valoarea ratei dobânzii pe semestru: 12%:2 = 6%.

Deoarece suma de bază a împrumutului se va rambursa o dată la finele perioadei (în cazul dat în semestrul al IV-lea din perioadă), valoarea dobânzii va fi în sumă constantă:

$$\frac{(6\% \times 2\,000\,000 \text{ lei})}{100\%} = 120\,000 \text{ lei}$$

Tabelul 4.1. Tabloul de rambursare a creditului în sumă unică la finele perioadei de creditare, lei

Intervalul	*Creditul nerambursat*	*Dobânda*	*Achitarea creditului*	*Suma plătită semestrial*
1	**2**	**3**	**4**	**5=3+4**
1	2 000 000	120 000	-	120 000
2	2 000 000	120 000	-	120 000
3	2 000 000	120 000	-	120 000
4	2 000 000	120 000	2 000 000	2 120 000
Total	**x**	**480 000**		

Deci, dacă se aplică prima schemă de rambursare a împrumutului, debitorul are de achitat periodic (pe intervaluri stabilite – în cazul dat pe fiecare semestru) doar dobânda.

În cazul dat perioada de grație nu are nicio semnificație, deoarece, de regulă, perioada de grație (perioada de amânare a plăților) se aplică

la stingerea sumei de bază. Conform schemei 1, valoarea de bază a împrumutului se stinge în sumă totală, la finele perioadei.

II. Aplicarea schemei 2

a) fără perioada de grație.

Calcule:

1) Se va determina rata constantă de rambursare a împrumutului:

2 000 000 lei : 4 intervale din perioadă (4 semestre) = 500 000 lei.

2) Dobânda se va calcula pe fiecare semestru în proporție de:

12% : 2 semestre = 6%.

3) Valoarea dobânzii se va calcula de la soldul creditului nerambursat:

pentru semestrul I: $\frac{6\% \times 2\,000\,000 \text{ lei}}{100\%} = 120\,000$ lei

Pentru al II-lea semestru: $\frac{6\% \times (2\,000\,000 \text{ lei} - 500\,000)}{100\%} = 90\,000$ lei.

În mod similar, pentru semestrul III şi semestrul IV.

Tabelul 4.2. Tabloul de rambursare a creditului în rate constante egale, lei

Intervalul	***Creditul nerambursat***	***Dobânda***	***Achitarea creditului***	***Suma plătită semestrial***
1	**2**	**3**	**4**	**5=3+4**
1	2 000 000	120 000	500 000	620 000
2	1 500 000	90 000	500 000	590 000
3	1 000 000	60 000	500 000	560 000
4	500 000	30 000	500 000	530 000
Total	**x**	**3000**	**2 000 000**	**2 300 000**

b) Cu perioada de grație – 6 luni.

Calcule:

1) Se va determina rata constantă de rambursare a împrumutului:
2 000 000 lei : 3 intervale ≈ 666 667 lei

2) Dobânda se va calcula similar calculului 2 din schema 2.

Tabelul 4.3. Tabloul de rambursare a creditului în rate constante egale cu perioada de grație 6 luni

Intervalul	***Creditul nerambursat***	***Dobânda***	***Achitarea creditului***	***Suma plătită semestrial***
1	**2**	**3**	**4**	**5=3+4**
1	2 000 000	120 000	-	120 000
2	2 000 000	120 000	666 666,67	786 666,67
3	1 333 333,33	80 000	666 666,67	746 666,67
4	666 666,66	40 000	666 666,66	706 666,67
Total	**x**	**480 000**	**2 000 000**	**2 360 000**

Aplicarea perioadei de grație provoacă plăți mai mari privind dobânda (cu 60 000 lei).

III. Aplicarea schemei 3

a) Fără perioadă de grație.

Calcule:

1) Se va determina valoarea anuității – sumei, ce va fi achitată în fiecare interval (semestru) din perioada de creditare. În acest scop, se va aplica următoarea formulă:

$$A = Vt \times \frac{r}{1 - (\frac{1}{1+r})^{n}} \qquad (4.1)$$

unde: A – valoarea anuității;

Vt – valoarea capitalului împrumutat;

r – rata dobânzii pe interval;

n – numărul de intervale în perioadă.

$$A = 2\,000\,000 \times \frac{0{,}06}{1 - (\frac{1}{1+0{,}06})^4} = 577\,183 \text{ lei}$$

Suma de 577 183 lei se va introduce în coloana 5 din Tabelul 4.4.

Tabelul 4.4. Tabloul de rambursare a creditului în anuităţi semestriale, lei

Intervalul	*Creditul nerambursat*	*Dobânda*	*Achitarea creditului*	*Suma plătită semestrial*
1	**2**	**3**	**4=5-3**	**5**
1	2 000 000	120 000	457 183	577 183
2	1 542 817	92 569	484 614	577 183
3	1 058 203	63 492	513 691	577 183
4	544 512	32 671	544 512	577 183
Total	**x**	**308 732**	**2 000 000**	**2 308 732**

b) Cu perioadă de graţie – 6 luni.

Calcule:

Se va determina valoarea anuităţii ca şi calculul III (a).

$$A = 2\,000\,000 \times \frac{0{,}06}{1 - (\frac{1}{1+0{,}06})^3} = 748\,220 \text{ lei}$$

Această sumă de 748 220 lei se va introduce în coloniţa 5, începând cu intervalul 2.

Tabelul 4.5. Tabloul de rambursare a creditului în anuităţi semestriale cu perioada de graţie 6 luni, lei

Intervalul	*Creditul nerambursat*	*Dobânda*	*Achitarea creditului*	*Suma plătită semestrial*
1	**2**	**3**	**4=5-3**	**5**
1	2 000 000	120 000	-	120 000
2	2 000 000	120 000	628 220	748 220
3	1 371 780	82 307	665 913	748 220
4	705 867	42 352	705 867	748 220
Total	**x**	**364 659**	**2 000 000**	**2 364 659**

La fel ca şi în schema 2, aplicarea perioadei de graţie necesită dobânda mai mare (cu 55 927 lei).

O alternativă finanţării prin creditare este ***leasing-ul***. Ca sursă de finanţare, acesta se încadrează în categoria împrumuturilor pe termen lung, fiind luat în considerare la calcularea ratei de îndatorare. În Republica Moldova, activitatea de leasing este reglementată prin Legea nr. 59 cu privire la leasing din 28.04.2005. În literatura de specialitate există mai multe definiţii ale operaţiunii de leasing. În sensul Legii cu privire la leasing nr.59 din 28.04.2005, prin *leasing* se înţelege o totalitate a raporturilor care iau naştere în scopul şi în cadrul realizării unui contract de leasing, în baza căruia o parte (locator) se obligă la cererea unei alte părţi (locatar) să-i asigure posesiunea şi folosinţa temporară a unui bun, achiziţionat sau produs de locator, contra unei plăţi periodice (rată de leasing), iar la expirarea contractului să respecte dreptul de opţiune al locatarului de a cumpăra bunul, de a prelungi contractul de leasing ori de a face să înceteze raporturile contractuale.

Obiectul leasing-ului poate fi reprezentat de un bun mobil sau imobil, cu excepţia:

a) bunurilor scoase din circuitul civil sau a căror circulaţie este limitată prin lege;
b) terenurilor agricole;
c) bunurilor consumptibile;
d) obiectelor proprietăţii intelectuale care nu pot fi cesionate, iar la baza acestei activităţi stă **contractul de leasing** incheiat între cele două părţi locatorul/finanţator şi locatarul/utilizator.

Formele leasingului pot fi diferite. Astfel, conform Legii nr. 59/2005, leasing-ul poate lua forma [5]:

a) *leasing-ului financiar*, operaţiune care trebuie să îndeplinească cel puţin una din următoarele condiţii:
- riscurile şi beneficiile aferente dreptului de proprietate asupra bunului obiect al leasing-ului să fie transferate locatarului în momentul încheierii contractului de leasing;

- suma ratelor de leasing să reprezinte cel puţin 90% din valoarea de intrare a bunului dat în leasing;
- contractul de leasing să prevadă expres transferul dreptului de proprietate asupra bunului obiect al leasing-ului către locatar la expirarea contractului;
- perioada de leasing să depăşească 75% din durata de funcţionare utilă a bunului obiect al leasing-ului;

b) *leasing-ului operaţional*, operaţiune care nu îndeplineşte niciuna din condiţiile contractului de leasing financiar;
c) *leasing-ului barter*, operaţiune în cadrul căreia locatarul achită valoarea ratelor de leasing prin bunuri al căror proprietar este;
d) *leasing-ului compensaţional*, operaţiune în cadrul căreia locatorul primeşte în contul ratelor de leasing marfă produsă cu utilajul obiect al leasing-ului;
e) *lease-back*, operaţiune în cadrul căreia o parte transmite unei alte părţi dreptul de proprietate asupra unui bun în scopul de a-l lua ulterior în leasing;
f) *leasing-ului de consum*, operaţiune de leasing în cadrul căreia locatarul are calitatea de consumator;
g) *leasing-ului direct*, operaţiune de leasing în cadrul căreia locatorul întruneşte concomitent şi calitatea de furnizor al bunului;
h) *leasing-ului intern*, operaţiune de leasing în cadrul căreia toate subiectele sunt rezidenţi ai Republicii Moldova;
i) *leasing-ului internaţional*, operaţiune de leasing în cadrul căreia locatorul sau locatarul nu este rezident al Republicii Moldova.

În anul 1988, la Ottawa, a fost încheiată Convenţia UNIDROIT privind Leasing-ul Financiar Internaţional, având ca scopuri principale eliminarea impedimentelor de natură juridică, mentinerea echilibrului între interesele părţilor implicate în tranzacţie, conferirea leasing-ului financiar internaţional mai multă accesibilitate.

În practica internaţională se mai întâlnesc şi alte forme ale leasing-ului:

- *time-sharing* – în acest caz sunt mai mulţi utilizatori ai bunului contractat;
- *leasingul experimental* – reprezintă închirierea unui bun pe o perioadă scurtă. Utilizatorul bunului poate decide apoi dacă doreşte achiziţionarea acestuia sau restituirea lui.

Subiecţi ai raporturilor de leasing sunt:

a) *locatorul*, persoană fizică sau juridică ce practică activitate de întreprinzător şi transmite, în condiţiile contractului de leasing, locatarului, la solicitarea acestuia, pentru o anumită perioadă, dreptul de posesiune şi de folosinţă asupra unui bun al cărui proprietar este, cu sau fără transmiterea dreptului de proprietate asupra bunului la expirarea contractului;

b) *locatarul*, persoană fizică sau juridică ce primeşte, în condiţiile contractului de leasing, în posesiune şi folosinţă bunul specificat în contract pentru o anumită perioadă în schimbul achitării ratelor de leasing. În cazul în care locatarul este persoană fizică ce nu practică activitate de întreprinzător, operaţiunea de leasing cade sub incidenţa actelor legislative şi actelor normative ale Guvernului cu privire la protecţia consumatorului;

c) *vânzătorul (furnizorul)*, persoană fizică sau juridică care vinde locatorului, în condiţiile contractului de vânzare-cumpărare încheiat cu locatorul sau ale contractului complex încheiat cu locatorul şi cu locatarul, bunul solicitat de locatar.

Leasing-ul de fapt asigură achiziţia şi finanţarea simultană a activelor imobilizate. Leasing-ul este oarecum similar cu un împrumut: ambele impun o serie de plăţi fixe pe o durată stabilită de timp. Avantajul leasing-ului faţă de credit este că locatorul are o poziţie mai bună faţă de creditor, dacă firma utilizatoare se confruntă cu dificultăţi financiare. Dacă locatarul nu îndeplineşte obligaţiile contractului de leasing, locatorul are un drept legal mai puternic de recuperare a obiectului de leasing, deoarece locatorul este proprietarul acestuia. Deoarece loca-

torul are un risc mai mic decât alte surse de finanţare utilizate, cu cât firma care solicită finanţare este mai riscantă, cu atât mai puternic este motivul furnizorului de finanţare să propună o tranzacţie de leasing, şi nu un împrumut.



VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

- Ce reprezintă finanţarea afacerilor şi decizia de finanţare?
- Argumentaţi importanţa finanţării pentru dezvoltarea întreprinderii.
- Ce surse de finanţare se utilizează la etapa lansării afacerii?
- Realizaţi o clasificare generală a surselor de finanţare.
- Numiţi sursele proprii de finanţare a întreprinderii.
- Relataţi despre sursele proprii de finanţare care se caracterizează prin fluxuri financiare pozitive.
- Prezentaţi metodele de creştere a capitalului prin noi aporturi.
- Identificaţi cei mai importanţi factori care se iau în considerare la contractarea unui împrumut?
- Numiţi caracteristicile tehnice ale împrumutului obligator.
- Descrieţi schemele de rambursare a capitalului împrumutat.
- Care sunt avantajele utilizării surselor financiare proprii pentru acoperirea nevoilor de finanţare?
- Care sunt avantajele utilizării resurselor financiare externe (atrase)?
- Analizaţi comparativ dezavantajele finanţării din surse proprii şi a finanţării din surse atrase.
- Analizaţi comparativ finanţarea afacerilor prin credite externe cu finanţarea prin emisiune de acţiuni sau obligaţiuni.

APLICAŢII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

1. O persoană fizică doreşte să contracteze un împrumut de 10.000 lei pe o perioadă de 1 an. În acest scop, ea se adresează băncii MolBank SA care îi propune următoarea variantă de credit pentru nevoi personale: rata dobânzii 11% (variabilă), comision de acordare 3%, comision de rambursare anticipată 1%. Rambursarea se face în rate lunare egale (anuităţi constante).

a. Care este suma pe care o va primi persoana fizică?
b. Calculaţi rata lunară pe care trebuie să o plătească persoana fizică.
c. Întocmiţi graficul de rambursare.
d. După 3 luni se doreşte rambusarea anticipată a creditului. Care este suma pe care o va plăti băncii?
e) Care este dobânda anuală efectivă percepută de bancă?

2. O persoană fizică care dispune de un venit net de 2 600 lei doreşte să contracteze un credit ipotecar (rambursabil în anuităţi lunare constante) în vederea achiziţionării unei locuinţe în valoare de 100.000 lei. Avansul solicitat de bancă este de 25% din valoarea locuinţei.

a. Care este suma maximă pe care o poate împrumuta pe o perioadă de 20 de ani în condiţiile unei dobânzi anuale efective de 11%, dacă prin norme interne banca limitează rata maximă la 35% din veniturile solicitantului?
b. Care ar trebui să fie venitul net al persoanei fizice pentru a împrumuta suma necesară achiziţionării locuinţei pe o perioadă de 10 ani?

3. O persoană fizică are contractat un credit imobiliar pentru care plăteşte o rată lunară de 69 486 lei. Perioada rămasă până la scadenţă este de 8 ani, iar dobânda anuală efectivă este de 14%. Datorită costului ridicat al împrumutului, persoana fizică doreşte să apeleze la un credit de refinanţare. Banca Alfa îi face ur-

mătoarea ofertă: rata dobânzii 8,5%, comision de acordare 2%, comision de administrare 0,1% lunar la sold.

a. Care este suma rămasă de rambursat?
b. Pentru ce variantă se va opta?
c. Dar dacă creditul inițial are prevăzut un comision de rambursare anticipată de 2,5%?

4. O persoană fizică dorește să achiziționeze un autoturism prin intermediul unui credit bancar în condițiile unui venit net lunar de 3.000 de lei. Persoană respectivă mai are contractat un credit ipotecar pentru care plătește o rată de 800 de lei. Dacă se dorește ca perioada de rambursare să fie de 5 ani la o rată anuală a dobânzii de 12%, determinați care este suma maximă care poate fi împrumutată, astfel incât obligațiile de plată să nu depășească 40% din veniturile solicitantului, procent stabilit prin norme interne ale băncii. *Observație*: analizați în funcție de tipul de rambursare.
5. Un client a contractat un credit în valoare de 24.000 rambursabil în rate de principal egale pe o perioadă de 18 luni la o rată de dobândă egală cu 7%. Să se determine dobânda plătită de client în luna a 10-a.
6. Un client a contractat un credit în valoare de 24.000 rambursabil în anuități constante (egale) pe o perioadă de 12 luni la o rată de dobândă egală cu 7%. Să se determine anuitatea constantă.
7. Analizați instrumentele financiare oferite de piața financiară din Republica Moldova, realizați o clasificare a acestor instrumente și evidențiați rolul acestor instrumente în finanțarea afacerilor. Notați ce instrumente nu se tranzacționează pe piața din Republica Moldova și încercați să identificați cauzele pentru care nu există încă piață pentru aceste instrumente.
8. Studiați pe cazul unei companii avantajele și dezavantajele finanțării prin instrumente cu venit fix (obligațiuni) și instrumente cu venit variabil (acțiuni) a unor nevoi de finanțare pe termen lung.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Toma, M., Alexandru, F. *Finanțe și gestiunea financiară de întreprindere.* București: Ed. Economică, 2003. 415 p.
2. Cobzari, L., Taran, I., Baurciulu, A. *Politici financiare ale întreprinderii: Curs de lecții.* Chișinău: Editura ASEM, 2006. 170 p.
3. Gheorghe, A. *Finanțele și politicile financiare ale întreprinderilor.* București: Ed. Economică, 2001. 318 p.
4. Grigorița, C. *Activitatea bancară.* Ediția III. Chiținău: Cartier, 2005. 418 p.
5. Legea cu privire la leasing nr. 59 din 28.04.2005. În: *Monitorul Oficial,* nr. 92-94, art. 429.

5. COSTUL CAPITALULUI

5.1. Consideraţii privind costul capitalului
5.2. Metode de determinare a costului capitalului propriu
5.3. Metode de determinare a costului capitalului împrumutat
5.4. Costul global al finanţării

Obiective:

- să cunoască conceptul de cost al capitalului;
- să calculeze costul surselor de capital propriu şi împrumutat;
- să propună decizii financiare, care implică costul mediu ponderat al capitalului.

Concepte de bază: *costul capitalului; cost de oportunitate; modelul Gordon-Shapiro; abordarea CAPM.*

5.1. Consideraţii privind costul capitalului

Un rol important în atragerea resurselor, precum şi în toate procesele decizionale revine costului capitalului. Costul capitalului influenţează structura financiară, performanţele financiare ale entităţii şi alte aspecte. La fel ca şi oricare alte resurse de producţie, fiecare sursă de capital implică un cost specific pentru obţinerea acestuia. Costul capitalului – este preţul, pe care întreprinderea îl plăteşte pentru atragerea acestuia în circuit din diverse surse. Managerii întreprinderii trebuie să cunoască care va fi costul capitalului şi vor analiza impactul acestuia în procesul de alegere a modalităţii de finanţare. Costul capitalului este un cost de oportunitate, determinat de rentabilitatea aşteptată de investitori de la alte investiţii la fel de riscante [1, p. 174].

Costul capitalului întreprinderii poate fi definit ca fiind preţul perceput de deţinătorul capitalului (investitorul sau creditorul) pentru capitalul pe care îl pune la dispoziţie, pe o perioadă determinată, beneficiarului finanţării, adică rentabilitatea cerută de investitori.

Altfel spus, costul capitalului este exprimat prin efortul financiar pe care trebuie să-l facă întreprinderea pentru achiziţionarea capitalului necesar realizării obiectivului de activitate. Indiferent de forma de finanţare, întotdeauna se percepe un cost, în funcţie de forma pe care o îmbracă (dividend, dobândă, cupon).

Costul capitalului depinde de un şir de factori:

- Rata dobânzii pe piaţa financiară;
- Politica de dividend;
- Structura financiară a afacerii;
- Evoluţia pieţei financiare.

Determinarea mărimii costului capitalului constituie o problemă majoră în managementul financiar, deoarece:

- asigură o creştere a eficienţei activităţilor prin folosirea de capitaluri ieftine;
- permite maximizarea valorii întreprinderii prin minimizarea costurilor tuturor intrărilor de capital;
- oferă informaţii cu privire la alegerea unei structuri financiare optime, adică a raportului optim dintre capitalurile împrumutate şi capitalurile proprii;
- contribuie la finanţarea unor decizii financiare legate de: leasing, mărimea necesarului fondului de rulment, rambursarea creditului obligatar etc.

5.2. Metode de determinare a costului capitalului propriu

Finanţarea activităţilor desfăşurate în întreprindere se face şi pe seama capitalurilor proprii care îşi au costul lor de finanţare. Costul capitalului propriu este egal cu rata de capitalizare pretinsă de acţionari. Această rată de capitalizare corespunde ratei de randament minimă, care impulsionează furnizorul de capital să cumpere acţiuni, iar pe acţionar să renunţe la vânzare. Rata de randament este influenţată de mărimea dividendului 21 sperat, care la rândul lui depinde atât de mărimea profitului anual, cât şi de hotărârea adunării generale a acţionarilor cu privire la repartizarea profitului net.

Sursele proprii de capital (acţiunile) trebuie remunerate (de regulă, prin plata de dividende) şi ca atare, ceea ce constituie venit pentru acţionari, reprezintă un cost pentru întreprindere.

Sporirea capitalului propriu poate fi obţinută prin:

a) suplimentarea capitalului social;
b) autofinanţare.

Suplimentarea capitalului social se poate efectua prin următoarele modalităţi [1, p. 126-127]:

- o nouă emisiune de acţiuni;

- încorporarea rezervelor;
- conversiunea datoriilor;
- achiziția (absorbția) altei entități economice.

De asemenea, entitatea poate mobiliza surse de autofinanțare din fondul de amortizare și cota de profit reinvestit. Fiecare din aceste surse are un cost, care necesită să fie determinat.

Costul capitalurilor proprii reprezintă rata rentabilității cerută de proprietarii entității, care să remunereze capitalul investit de aceștia.

Dacă recurgerea la capitaluri proprii nu antrenează pentru întreprindere nicio constrângere juridică de remunerare, ea antrenează totuși o constrângere economică, care îi impune să asigure o anumită remunerare asoicaților săi, pentru a nu se priva de posibilitatea de finanțare prin fonduri proprii. În fapt, o întreprindere care ar asigura asociaților săi o remunerare insuficientă nu mai poate fi în măsură să solicite noi aporturi la capitalul propriu.

Într-o societate pe acțiuni de exemplu, acționarii care nu primesc dividende satisfăcătoare, ținând cont de posibilitățile oferite de alte plasamente, vor refuza să subscrie la creșteri viitoare de capital. Mai mult, ei vor fi tentați să cedeze acțiunile lor și pot astfel determina o depreciere a titlurilor, care va face impracticabilă oricare decizie de creștere a capitalului.

Costul capitalului propriu este mult mai dificil de măsurat decât cel al capitalului împrumutat. Întreprinderea își ia, în cazul împrumuturilor, angajamente clare de remunerare a creditorilor săi, ceea ce permite să se măsoare cu o anumită precizie costul datoriilor sale. În schimb, angajamentele luate față de proprietari sunt formale, ceea ce face măsurarea costurilor destul de dificilă.

În general, se consideră că costul capitalului propriu (k_{cp}) este rata de dividend, ce se poate determina după relația:

$$k_{cp} = [\textit{Fondul de dividende distribuite / Mărimea capitalului propriu}] \times 100 \quad (5.1)$$

Costul acţiunilor preferenţiale, k_{pref}

Acţiunile preferenţiale reprezintă un instrument financiar hibrid, între instrumentele de credit şi cele de capital acţionar. Ca şi instrumentele de credit, acţiunile preferenţiale se caracterizează prin angajarea firmei în efectuarea unor plăţi periodice de sume fixe, iar în caz de lichidare, deţinătorii acestora au drepturi prioritare faţă de cei ce deţin acţiuni obişnuite.

Neplata dividendelor la acţiunile preferenţiale totuşi nu determină falimentul firmei, aşa cum s-ar putea întâmpla în cazul neplăţii dobânzilor la credite sau obligaţiuni. Astfel, pentru firmă, acţiunile preferenţiale au un grad de risc mai mare decât acţiunile obişnuite, dar un grad de risc mai mic decât obligaţiunile.

Costul acţiunilor preferenţiale este valoarea dividendului plătibil la acţiunea preferenţială, D_p, împărţit la preţul net de emisiune P_p (din care se deduc cheltuielile de emisiune – F):

$$k_{pref} = D_p / P_p \qquad (5.2)$$

sau

$$k_{pref} = \frac{D_p}{P_p - F} \qquad (5.3)$$

Exemplul 5.1. *Vom considera că o firmă are acţiuni preferenţiale la care se plătesc dividende în valoare de 12 lei pe acţiune; aceste acţiuni se vând pe piaţă la suma de 1000 lei o acţiune. Dacă această companie va emite acţiuni preferenţiale noi, va trebui să suporte un cost de emisiune (subscriere) de 2,5% sau 2,5 lei la o acţiune, atunci preţul net de emisiune va fi de 97,50 lei. Astfel, costul acţiunilor preferenţiale va fi de 12,31%:*

$$k_{pref} = (12 / 97{,}5) \times 100 = 12{,}31\%.$$

Costurile profiturilor acumulate este costul de oportunitatate, adică rentabilitatea aşteptată de la proiecte cu acelaşi grad de risc. Dacă echipa managerială are intenţia să reinvestească profiturile obţinute, atunci apare un cost de oportunitate, adică acţionarii ar fi putut primi aceste sume

de bani sub formă de dividende şi le-ar fi investit în alte acţiuni, obligaţiuni, în investiţii imobiliare sau orice altceva care să le aducă venituri. Astfel, firma trebuie să obţină din reinvestirea profiturilor acumulate un profit cel puţin la fel de mare cu cel pe care acţionarii înşişi l-ar obţine din alte investiţii cu un grad de risc comparabil. Managerii companiei trebuie să aleagă o alternativă de investiţii a fondurilor generate de către companie. Profitul poate fi distribuit sub forma dividendelor sau să-l reinvestească în proiecte din numele acţionarilor. Decizia de a reinvesti fondurile, în loc de a fi plătite sub formă de dividende, include un cost de oportunitate. Actionarii îşi pot primi dividendele ca să le investească în alte proiecte. De aceea, managerii trebuie să asigure acţionarilor un câştig din reinvestirea profitului egal cu cel pe care l-ar putea obţine actionarii din investiţii alternative în condiţii comparabile de risc.

Aceasta înseamnă că valoarea actuală a acţiunilor este egală cu valoarea fluxurilor de lichiditate (ieşiri) pe care deţinătorii de acţiuni o vor primi în viitor (valoarea actualizată a remuneraţiei) plus valoarea finală a acţiunilor, când acestea se vând. Dacă perioada de păstrare a acţiunilor este lungă, adică acţionarii nu consideră oportun să le vândă, fluxurile de lichidităţi aferente acţiunilor sunt formate exclusiv din dividende. În acest caz, valoarea actualizată a acţiunilor prezintă o importanţă mai mică, în schimb deţinătorii de acţiuni au şansa de a beneficia de creşterea economică a întreprinderii şi, astfel, să obţină creşteri de dividende de la un an la altul. Pentru evaluarea cât mai corectă a acţiunilor influenţate de caracterul probabilistic al veniturilor viitoare, s-au construit diferite modele.

În literatura de specialitate se menţionează trei metode de bază pentru estimarea costurilor profiturilor acumulate [3, p. 258], şi anume:

1) ***Abordarea CAPM „capital asset pricind model":***

$$k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \cdot \beta \qquad (5.4)$$

unde: k_s – costul profitului nerepartizat;

k_{RF} – este rata nominală a dobânzii, la grad de risc zero.

Aceasta este rata dobânzii citată la instrumentele financiare, cum ar fi hârtii de valoare emise de către guvern, acestea neavând niciun fel de risc de neplată, întrucât este foarte puţin probabil ca un guvern să falimenteze. Această primă de risc include şi rata previzionată a inflaţiei;

β – coeficientul beta al acţiunii, care indică gradul de risc al unei acţiuni în comparaţie cu alte acţiuni;

k_M – rentabilitatea medie pe piaţă a acţiunilor.

Exemplul 5.2. *Costul capitalului propriu calculat după modelul CAPM, dacă coeficientul beta al firmei este de 1,2; rata gradului de risc zero este de 10%, iar rata de rentabilitate medie pe piaţă este de 15% şi va constitui 18%:*

$$k_s = 10\% + (15\% - 10\%) \cdot 1{,}2 = 18\%$$

2) Abordarea „randamentul obligaţiunii plus prima de risc".

Unii analişti estimează deseori costul capitalului propriu al unei firme prin adăugarea unei prime de risc în valoare de la 2% la 4% la rata dobânzilor (cuponului) plătibile de către firma respectivă pentru datoriile sale pe termen lung. Este logic să ne gândim că firmele care au un grad mare de risc şi deci au de plătit o rată înaltă a dobânzii pentru creditele contractate, aduc de asemenea un capital propriu cu un grad mare de risc şi cu un cost ridicat. În acest caz, costul capitalului propriu porneşte de la costul capitalului împrumutat, care este mai uşor de aflat, la care se adaugă o primă de risc de 2-4%.

Costul capitalului propriu va fi determinat după formula:

$$k_p = \textit{rata cuponului} + \textit{prima de risc} \qquad (5.5)$$

De exemplu, *dacă obligaţiunea emisă de o firmă are o rată a cuponului de 9%, atunci costul capitalului propriu va fi:*

$$k_s = 9\% + 3\% = 12\%$$

Diverse studii au determinat că metoda în cauză nu oferă un cost foarte exact al capitalului propriu, de aceea ea se aplică mai rar.

3) Abordarea pe bază de fluxuri de numerar actualizate (abordarea DCF „discounted cash flows").

Costul capitalului propriu ţine cont de randamentul acţiunilor şi creşterea previzibilă a dividendelor. La baza acestei metode se află valoarea dividendelor pe care acţionarii le aşteaptă din deţinerea de acţiuni. Astfel, investitorii se aşteaptă să obţină un randament al dividendelor, D_1/P_0, plus un câştig de capital g.

Costul capitalului propriu se va determina după relaţia:

$$k_p = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g \qquad (5.6)$$

Exemplul 5.3. *Se estimează că dividendele, profiturile şi preţul acţiunilor emise de SA „AMISA-G" vor creşte la o rată de 6% anual, începând cu sfârşitul acestui an. Acţiunile obişnuite emise de firmă se vând pe piaţă cu 50 lei pentru o acţiune, iar ultimul dividend plătit a fost de 4 lei.*

Se cere: aplicând abordarea DCF (a fluxurilor de numerar actualizate), de calculat costul capitalului propriu;

$$k_s = \frac{4(1+0{,}06)}{50} + 6\% = 8{,}48\% + 6\% = 14{,}48\%$$

Aceste 14,48% este rata minimă a venitului pe care managerii companiei trebuie să o câştige pentru a justifica reţinerea profiturilor şi investirea lor în proiectele companiei în loc de a fi plătite acţionarilor în formă de dividende.

Costul acţiunilor comune (obişnuite)

Logica pentru determinarea costului capitalului obţinut printr-o nouă emisiune de acţiuni obişnuite include conceptul de *cost de oportunitate*. La estimarea costului unei actiuni comune k_s, este necesar să se estimeze veniturile aşteptate de investitori. Acestea sunt reprezentate de dividende. De asemenea, când se emit acţiuni noi, entitatea

suportă cheltuieli de emisiune (F), care uneori pot atinge până la 10% din suma emisiunii:

- legate de emisiunea şi înregistrarea acţiunilor;
- legate de publicitate;
- comisioane la bursă, brokeri etc.

Aceste costuri trebuie luate în considerare la determinarea costului capitalului atras prin noua emisiune de capital. De asemenea, în procesul de determinare a costului capitalului trebuie să se ţină cont de politica de dividend promovată de societate.

Costul capitalurilor proprii pentru o societate pe acţiuni care asigură dividende cu rată constantă de creştere, modul de calculare a costului capitalului propriu este:

$$k_p = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g = \frac{D_0(1+g)}{P_0(1-F)} + g \qquad (5.7)$$

unde: k_p – costul capitalului propriu;

D_0 – ultimul dividend plătit;

D_1 – dividendul aşteptat pentru anul următor, conform acestui model, $D_1 = D_0(1+g)$;

P_0 – preţul de piaţă al unei acţiuni în momentul actual;

g – rata de creştere a dividendului pe acţiune;

F – costurile de emisiune (raportul cheltueli de emisiune/preţul de piaţă) care trebuie suportate la vânzarea acţiunilor, exprimat în fracţie zecimală.

Exemplul 5.4. *Preţul de piaţă al unei acţiuni obişnuite a "AMIC" S.A. este 500 lei, dividendele ce se vor plăti pentru un an sunt de 35 lei, rata de creştere anuală aşteptată a dividendelor este de 4% pe an. Presupunând că "AMIC" S.A. are un cost de emisiune de 10%, costul capitalului obţinut din emisiunea de acţiuni obişnuite se calculează astfel:*

$$k_s = \frac{35lei}{500lei(1-0{,}10)} + 4\% = \frac{35}{450} \cdot 100 + 4\% = 11{,}77\%$$

Deşi acţionarii solicită un randament (k_s = 11%) la o actiune, datorită costurilor ocazionate de emisiune, compania trebuie să câştige mai mult de 11% cu ajutorul fondurilor obtinute prin vânzarea actiunilor pentru a asigura actionarilor un randament din dividende de 11%.

Dacă societatea va câştiga mai puţin de 15,77%, atunci dividendele şi creşterea acestora vor fi sub aşteptări, provocând scăderea preţului actiunii. Dacă randamentul din dividende va depăşi 15,77%, preţul acţiunii va creşte.

La utilizarea acestei metode pot apărea un şir de probleme:

- dificultatea estimării ratei de creştere a dividendului;
- modalitatea de plată a dividendului care poate avea loc nu doar anual, ci de mai multe ori pe an;
- este un decalaj de timp între momentul în care se aplică modelul dat şi momentul plăţii dividendului.

5.3. Metode de determinare a costului capitalului împrumutat

Întreprinderile îşi completează resursele de finanţare prin intermediul capitalurilor împrumutate care se concretizează în credite bancare şi împrumuturile obligatare. Ambele forme ale datoriilor trebuie compensate de către întreprindere prin plata de dobânzi şi acoperirea altor cheltuieli financiare.

Pentru capitalul împrumutat, costul este reprezentat de rata dobânzii (r) pentru creditele bancare, rata cuponului obligaţiunii, precum şi un şir de alte costuri aferente utilizării capitalului împrumutat (penalităţi, de exemplu).

Costul real al împrumutului se calculează în funcţie de operaţiunile pe care le presupune şi menţionate prin cheltuielile contractuale. Astfel, pentru un credit clasic, fără comisioane diverse, fără primă de emisiune sau rambursare, costul împrumutului este dat de dobânda nominală.

Nivelul costului creditului bancar, respectiv dobânda absolută depinde de trei elemente: mărimea creditului, rata dobânzii şi perioada de creditare. În unele cazuri, pentru determinarea costului capitalului împrumutat la dobânda (cupon etc.) se mai adaugă un şir de cheltuieli aferente realizării tranzacţiei de atragere a surselor de finanţare (la credite –comisioanele băncii la suma totală a creditului, cheltuielile aferente asigurării gajului etc.; la obligaţiuni – comisoanele de broker, de bursă, costuri de înregistrare etc.).

Costul creditelor bancare atrase în circuitul întreprinderii se va determina în modul următor:

$$k_{cr.bancar} = \frac{r_d \times (1 - I)}{1 - G}, \qquad (5.8)$$

unde: r_d – rata dobânzii la capitalul împrumutat sub formă de credit bancar, %;

I – cota de impozitare, sub formă de fracţie zecimală;

G – raportul dintre cheltuielile aferente contractării creditului şi suma acestuia (sub formă de fracţie zecimală).

Exemplul 5.5. *SRL „Monolit" a contractat de la BC „M-Bank" un credit pe un termen de 1 an în sumă de 150 mii lei la o rată anuală a dobânzii egală cu 13%. Creditul va fi rambursat în sumă unică integral la finele perioadei de creditare. Pentru eliberarea creditului, banca percepe un comision de 2% din suma creditului, iar cheltuielile de evaluare şi asigurare a gajului au constituit 10 800 lei.*

Comisionul perceput de bancă = 150 000 x 0,02 = 3 000 lei.

Cheltuieli totale aferente atragerii creditului bancar: comisionul băncii + cheltuieli aferente asigurării şi evaluării gajului = 3000 + 10 800 = 13 800 lei.

Soluţie:

$$k_{cr.bancar} = \frac{r_d \times (1 - I)}{1 - G} = \frac{13{,}0 \times (1 - 0{,}15)}{1 - \frac{13.800}{150.000}} = \frac{11{,}05}{1 - 0{,}092} = 12{,}17\%.$$

Nu este dificil de observat că preţul real al creditului este diferit de rata dobânzii prevăzută de contractul de creditare.

Spre deosebire de alte surse de finanţare, la determinarea costului capitalului împrumutat se scad economiile din impozitare care rezultă datorită faptului că dobânda bancară, cuponul se plătesc până la impozitare, adică este o cheltuială deductibilă în scopuri fiscale. De aceea, costul capitalului împrumutat se corectează cu corectorul fiscal (1- I), unde I – rata impozitului pe venit.

Raţiunea pentru efectuarea acestei ajustări constă în aceea că valoarea capitalului propriu al firmei depinde de veniturile după impozitare (profitul net), iar dobânda este deductibilă. Pentru a pune costurile celor două tipuri de capital pe aceeaşi bază de comparaţie, trebuie să micşorăm rata dobânzilor.

Dacă întreprinderea îşi finanţează proiectele prin diferite linii de creditare, se va determina un cost mediu al creditelor bancare atrase în circuitul întreprinderii în modul următor:

$K_{cr.b}$ = *[(Suma dobânzilor calculate pentru perioada de gestiune + cheltuieli aferente atragerii creditelor bancare) : suma totală a creditelor bancare contractate] x (1 – I).*

Costul leasing-ului ($k_{leasing}$) se va determina în modul următor:

$$k_{leasing} = \frac{(r_l - N.u.) \times (1 - I)}{1 - G}, \qquad (5.9)$$

unde: r_l – rata anuală a leasing-ului, %;

N.u. – norma uzurii activului achiziţionat în leasing, %;

I – cota de impozitare, sub formă de fracţie zecimală;

G – raportul dintre cheltuielile de atragere a activului în condiţii de leasing la valoarea activului respectiv (sub formă de fracţie zecimală).

Costul capitalului obligatar ($k_{obligatar}$):

$k_{obligatar}$ = *dobânzi calculate aferente capitalului obligatar: mărimea capitalului atras prin emisiune de obligaţiuni.* (5.10)

Acelaşi rezultat îl vom obţine, dacă vom aplica formula:

$$k_{obligatar} = \frac{r_c \times (1 - I)}{1 - C_{em}}, \quad (5.11)$$

unde: r_c – rata cuponului, %

C_{em} – raportul dintre costurile de emisiune la valoarea totală a obligaţiunilor puse în circulaţie (nr. de acţiuni x valoarea nominală), sub formă de fracţie zecimală.

Exemplul 5.6. *SA „Acord" a pus în circulaţie obligaţiuni în sumă de 500 mii lei cu o scadenţă de 10 ani cu o rată a cuponului de 15% anual, care va fi achitat la finele fiecărui an şi le vinde la un preţ de 95% din valoarea nominală.*

Calcule:

Dobânda anuală va constitui: 15% x 500 mii = 75 mii lei.

Suma mijloacelor mobilizate prin emisiunea de obligaţiuni: 0,95 x 500 mii = 475 mii lei.

Costul capitalului obligatar = 75 000 : 475 000 = 0,15789 sau 15,79%.

Dar, dobânzile aferente obligaţiunilor sunt deductibile din venitul impozabil în scopuri fiscale, deci costul capitalului obligatar va constitui: 15,79 x (1 – 0,15) = 13,42%.

Acelaşi rezultat îl putem obţine, dacă vom aplica formula:

$$k_{obligatar} = \frac{r_c \times (1 - I)}{1 - C_{em}} = \frac{15 \cdot (1 - 0{,}15)}{1 - 0{,}05} = 13{,}42\%,$$

unde: r_c – rata cuponului, %;

C_{em} – raportul dintre costurile de emisiune la valoarea totală a obligaţiunilor puse în circulaţie (nr. de acţiuni x valoarea nominală), sub formă de fracţie zecimală.

5.4. Costul global al finanţării

La nivelul întreprinderii se gestionează permanent atât capitaluri proprii, cât şi capitaluri împrumutate. Aceasta înseamnă că fiecare întreprindere are o anumită structură a capitalului care reprezintă o combinaţie între capitalul statutar, rezerve, profit nerepartizat, creditul obligatar şi creditul bancar pe termen lung şi mediu. Folosirea capitalurilor în procesul de finantare (fie pentru activitatea de investiţie, fie pentru activitatea curentă) din surse diferite presupune costuri diferite. Ca atare, la nivelul întreprinderii, costul capitalului nu poate să fie definit decât sub forma costului mediu ponderat al costurilor specifice fiecarui fel de capital atras în circuit.

Costul mediu ponderat al capitalului este dat de suma costurilor diferitelor surse de finantare ponderată cu cota-parte aferentă fiecăreia în finantarea totală. Folosind coeficienţii de ponderare şi costul fiecarei surse de capital, calculul costului mediu ponderat al capitalului se determină ca o medie ponderată a costurilor diferitelor surse de finanţare după formula:

$$WACC = \sum_{i=1}^{n} k_i \cdot w_i \qquad (5.12)$$

sau

$$WACC = \left[\frac{\text{Autofinantare}}{\text{Capital total}} \times k_{\text{autofinantare}} + \frac{\text{Credite}}{\text{Capital total}} \times k_{\text{credite}} + \frac{\text{Obligatiuni}}{\text{Capital total}} \times k_{\text{obligatiuni}} + \frac{\text{Actiuni}}{\text{Capital total}} \times k_{\text{actiuni}} \right] \qquad (5.13)$$

unde: $WACC$ – Costul mediu ponderat al capitalului (costul global al finanţării – *Weighted Average Cost of Capital);*
w_i – ponderea fiecărei surse de finanţare în suma totală a capitalului;
r_i – costul fiecărei surse de capital.

Se consideră că anume costul mediu ponderat al capitalului se ia drept rată de actualizare pentru actualizarea fluxurilor băneşti în cadrul unor proiecte investiţionale concrete. Ea caracterizează mărimea costurilor alternative de atragere a capitalului.

Metoda examinată de calculare a costului mediu ponderat la prima vedere pare a fi foarte simplă. De fapt, aplicarea ei în practică întâmpină un şir de dificultăţi, şi anume: structura neomogenă a capitalului propriu; creşterea costului unor surse diferite pe măsura creşterii sumei acestora; marea varietate de procedee de calcul al ponderii diferitelor surse de finanţare; necesitatea calculării preţului uzurii calculate (ca sursă de finanţare) ş.a.

Costul marginal al capitalului (*MC*) este costul aditional pentru obtinerea unei unităţi monetare de capital nou. Acest cost creşte pe măsură ce capitalul creşte. De aceea, costul marginal al capitalului are un punct critic până la nivelul căruia valoarea întreprinderii creşte, după care achiziţionarea de capital nou nu mai este recomandată. Această limită este dată de inegalitatea dintre rata rentabilităţii şi rata dobânzii. Când rata rentabilităţii este mai mare decât rata dobânzii, cumpărarea de capital pentru finanţare este benefică, în timp ce schimbarea raportului dintre cele două rate nu mai recomandă achiziţionarea de capital în condiţiile respective.

Acest indicator se calculează în baza estimărilor privind costurile resurselor noi atrase pentru finanţarea proiectelor de investiţii în perioada care urmează. Ipoteza de bază care se atribuie acestui concept este: la epuizarea surselor de capital ieftine, compania va fi nevoită să atragă de pe piaţa de capital surse de finanţare la un cost mai înalt. Dacă, până la un anumit nivel şi în condiţiile menţinerii unei structuri financiare, considerate optime de către manageri, costul mediu ponderat al capitalului (WACC) se va menţine relativ constant, la depăşirea acestui nivel se va constata o majorare, un salt al costului capitalului.

Costul marginal al capitalului se calculează după relaţia (5.14):

$$MC = \frac{\Delta WACC}{\Delta C}$$

unde: MC – costul marginal al capitalului, %;

$\Delta WACC$ – modificarea costului mediu ponderat al capitalului;

ΔC – modificarea sumei capitalului total.

Acest indicator se compară cu rentabilitatea proiectului în care se vor aloca resursele de capital atrase. Rata profitabilității trebuie să depășească mărimea acestui indicator. Numai în acest caz, resursele financiare suplimentare vor crea valoare pentru proprietarii companiei date.



VERIFICAȚI-VĂ CUNOȘTINȚELE

- Definiți conceptele: *cost al capitalului, cost mediu ponderat, cost marginal al capitalului.*
- Prezentați formulele de calcul pentru diferite categorii de capital propriu și împrumutat.
- Argumentați necesitatea determinării costului capitalului în procesul de fundamentare a deciziilor financiare.
- Explicați necesitatea calculării costului capitalului împrumutat după impozitare.
- Relatați despre necesitatea includerii costurilor de emisiune a titlurilor de valoare în costul capitalului.
- Analizați, care este rațiunea pe care se beazează abordarea "câștig din dividende plus prima de risc".
- Descrieți cele trei abordări utilizate pentru estimarea costurilor profiturilor nerepartizate.
- Identificați care sunt problemele pe care le ridică abordarea CAPM.
- Determinați, care din componentele formulei DCF (rata de rentabilitate din dividende sau rata de creștere) este mai dificil de estimat și argumentați răspunsul.



APLICAȚII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

1. Estimați costul unui credit în valoare de 100.000.000 lei contractat pe doi ani rambursabil în tranșă finală, rata medie a dobânzii fiind de 10%, plătibilă anual.

2. Pe cazul unei companii, analizaţi costul finanţării prin repartizarea unui profit de 250 mii lei pentru achiziţionarea unor mijloace fixe.
3. Determinaţi costul mediu ponderat al capitalului, cunoscând următoarele informaţii privind structura financiară a SA „Fox": *Capitalul acţionar constituie 40 000 lei, dintre care – capital acţionar simplu – 20 000 lei divizat în 500 de acţiuni simple cu rata dividendului de 12%; se prognozează o creştere a dividendului de 4%. Capitalul acţionar preferenţial este format din 100 de acţiuni a căror rată a dividendului constituie 10%. Credite pe termen lung în sumă de 10 000 lei, pentru care se achită o dobândă anuală de 1400 lei.*
4. Analizaţi costul unui credit bancar pe trei ani, obţinut de la una din băncile comerciale din Republica Moldova, luând în calcul toate condiţiile impuse de bancă (rambursare, scadenţă, dobândă), precum şi estimarea dumneavoastră cu privire la evoluţia mediului de afaceri pe următorii ani.
5. Cum apreciaţi finanţarea prin emisiune de acţiuni sau obligaţiuni pe piaţa Republicii Moldova în comparaţie cu finanţarea prin credite sau autofinanţarea, luând în calcul costul acesteia în contextul actual al pieţei financiare?

REFERINŢE BIBLIOGRAFICE

1. Botnari, N. *Finanţele întreprinderii*. Chişinău, 2006.
2. Dragotă, V., Obreja, L. *Management financiar*. Vol.II. *Politici financiare de întreprindere*. Bucureşti: Ed. Economică, 2009.
3. Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian*. Bucuresti: Ed. Economică, 1998.
4. Luca, G., Olariu, N. *Elemente de management financiar*. Iasi: Dosoftei, 1994.
5. Manolescu, G. *Managementul financiar*. Bucureşti: Ed. Economică, 2005.

6. UTILIZAREA LEVIERULUI ÎN MANAGEMENTUL FINANCIAR AL ÎNTREPRINDERII

6.1. Esența analizei „cost-volum-profit" și rolul acesteia în managementul financiar

6.2. Pragul de rentabilitate (operațional) și rezerva stabilității financiare

6.3. Conceptul levierului operațional

6.4. Levierul financiar. Gradul levierului total

Obiective:

- să cunoască esența și utilitatea analizei CVP;
- să definească conceptul de „levier";
- să analizeze riscul operațional și financiar prin prisma levierului.

Concepte de bază: *levier; levier operațional; levier financiar; gradul levierului; pragul de rentabilitate; indicele de securitate; marja de contribuție.*

6.1. Esenţa analizei „cost-volum-profit" şi rolul acesteia în managementul financiar

Odată cu lansarea procesului de producţie sau adoptarea deciziei privind majorarea volumului de vânzări necesită o fundamentare economică faptul că costurile se vor recupera şi firma va obţine profit. În acest scop, în practica financiară se utilizează analiza „cost-volum-profit" sau „analiza break-even".

Analiza corelaţiei „cost-volum-profit" reprezintă un instrument de fundamentare a deciziilor financiare, care exprimă diverse interconditionări (relaţii) dintre costuri, volumul vânzărilor şi profit, care oferă managerilor financiari un set de instrumente pe care aceştia le pot utiliza în procesul de gestiune financiară pe termen scurt, pentru evaluarea performanţei şi pentru analiza alternativelor decizionale.

Acestea includ:

- calculul marjei de contribuţie şi utilizarea ei în fundamentarea deciziilor financiare;
- determinarea şi analiza pragului de rentabilitate;
- calculul şi interpretarea rezervei stabilităţii financiare;
- previziunea profitului;
- evaluarea proiectelor de investiţii;
- aprecierea gradului levierului şi diagnosticul riscului.

În cadrul acestei analize, costurile operaţionale sunt delimitate convenţional în două categorii:

a. *variabile* (materiale, materii prime, salariile directe etc.);
b. *fixe (*amortizaea utilajelor, chiria, salariul personalului administrativ etc.).

Costurile variabile evoluează astfel: în sumă totală ele cresc direct proporţional cu creşterea volumului de producţie sau de activitate, iar în calcul la o unitate de produs rămân constante atâta timp cât preţul materiilor prime şi serviciilor consumate rămân neschimbate.

Spre deosebire de acestea, costurile fixe reacţionează invers. Costurile fixe totale rămân constante, indiferent de modificarea volumului de producţie, iar fiind luate în calcul la o unitate de produs acestea vor scădea odată cu creşterea volumului de producţie. Costurile fixe sunt necesare pentru funcţionarea normală a firmei, fiind suportate chiar şi în absenţa vânzărilor (costurile cu chiria, spre exemplu).

Noţiunea de „interval relevant". **Intervalul relevant** reprezintă acel nivel de activitate normală sau volum de producţie normal, pentru care costurile fixe rămân relativ constante. Ipoteza intervalului relevant poate fi aplicată şi în cazul costurilor variabile. Spre exemplu, la depăşirea unui anumit volum al producţiei, al vânzărilor, serviciilor, costul materiilor prime directe ar putea să crească cu un ritm mai lent, datorită reducerilor de preţ obţinute de la furnizori pentru cumpărările de materii prime ce depăşesc o anumită cantitate.

Comportamentul costurilor fixe şi variabile, în funcţie de modificarea volumului de vânzări în condiţiile menţinerii constante a altor factori, este prezentat în tabelul ce urmează:

Tabelul 6.1. Comportamentul costurilor fixe şi variabile în funcţie de modificarea volumului producţiei în condiţiile menţinerii constante a altor factori

Volumul producţiei	Costuri variabile		Costuri fixe	
	totale	unitare	totale	unitare
Creşte	Vor creşte	Nemodificat	Nemodificat	Se vor reduce

De asemenea, analiza cost-volum-profit[1] poate fi aplicată pentru estimarea efectelor diferitelor alternative de acţiune: modificarea costurilor fixe şi variabile, creşterea sau reducerea vânzărilor, majorarea sau reducerea preţului de vânzare sau alte modificări ale tehnicilor şi politicilor operaţionale. În general, analiza „cost-volum-profit" este utilizată pe larg în fundamentarea deciziilor financiare de către manageri.

[1] În unele surse acest tip de analiză se mai numeşte şi analiza marginală.

6.2. Pragul de rentabilitate (operaţional) şi rezerva stabilităţii financiare

În procesul utilizării analizei „cost-volum-profit" se soluţionează două sarcini de bază:

1. Determinarea acelui volum de vânzări care asigură o activitate operaţională fără pierderi.
2. Determinarea rezervei stabilităţii financiare (indicele de securitate).

Determinarea volumului de vânzări care va asigura o activitate operaţională fără pierderi se realizează cu ajutorul analizei pragului de rentabilitate (operaţional). **Pragul de rentabilitate** reprezintă punctul la care veniturile din vânzări acoperă integral costurile, profitul operaţional (până la plata dobânzilor şi impozitului pe venit) fiind nul; el evidenţiază nivelul de activitate care trebuie să îl realizeze întreprinderea pentru a nu lucra în pierderi. După acest nivel, activitatea de vânzări a întreprinderii devine rentabilă.

Pragul de rentabilitate ca instrument de gestiune financiară poate fi exprimat în:

- unităţi valorice;
- unităţi fizice;
- număr de zile;
- estimat pentru întreaga activitate;
- estimat pentru un singur produs (la o unitate de produs şi pentru întreaga cantitate) etc.

La nivelul unui produs se pot aplica mai multe procedee de determinare a pragului de rentabilitate: metoda grafică, metoda ecuaţiei, metoda marjei de contribuţie.

Metoda grafică: aceasta presupune transpunerea grafică a dreptelor costurilor totale, costurilor fixe şi veniturilor totale. În punctul de intersecţie al dreptei costurilor totale cu cel al veniturilor din vânzări se obţine punctul critic al vânzărilor.

Exemplul 6.1. *Presupunem că o firmă planifică să vândă un produs la un preţ de 2 lei pentru o unitate, costurile variabile unitare constituie 1 leu, iar costurile fixe totale lunare alcătuiesc 100 lei. Datele privind costurile variabile totale, veniturile din vânzări şi profit în funcţie de diferite cantităţi propuse pentru vânzare sunt prezentate în Tabelul 6.2.*

Tabelul 6.2. Date privind costurile, veniturile şi profitul din vânzarea produselor

Cantitatea de produse vândute (Q)	Costuri variabile totale (VC)	Costuri fixe (FC)	Costuri totale (TC)	Venituri din vânzări (TR)	Profit
20	20	100	120	40	-80
40	40	100	140	80	-60
60	60	100	160	120	-40
80	80	100	180	160	-20
100	***100***	***100***	***200***	***200***	***0***
120	120	100	220	240	20
140	140	100	240	260	40
160	160	100	260	280	60
180	180	100	280	360	80
200	200	100	300	400	100

Fiind transpuse grafic, vom obţine următoarea diagramă:

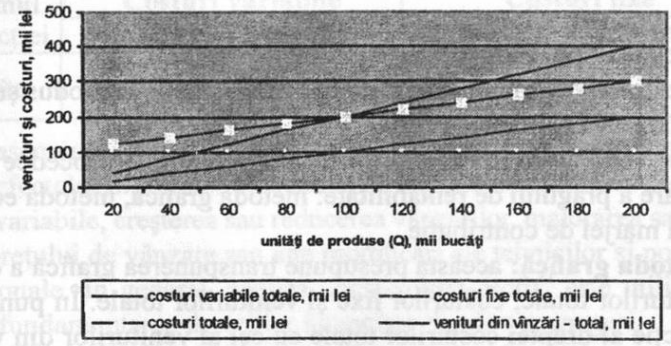


Fig. 6.1. Diagrama pragului de rentabilitate

Atât din Tabelul 6.2 , cât şi din reprezentarea grafică, reiese că punctul critic al vânzărilor (pragul de rentabilitate) este punctul în care se intersectează dreapta costurilor totale cu dreapta veniturilor totale din vânzări. Acest punct corespunde unui volum de 100 de unităţi, în care atât suma costurilor totale, cât şi cea a veniturilor totale din vânzări constituie 200 lei. În punctul de intersecţie al dreptei veniturilor cu dreapta costurilor totale (la 100 unităţi de produs) a fost atins pragul de rentabilitate, firma neînregistrând nici profit şi nici pierdere. Suma totală a venitului cumulat de 200 lei (100 unităţi x 2 lei) este în măsură să acopere costurile fixe de 100 lei şi costurile variabile aferente celor 100 de unităţi în sumă de 100 lei (100 unităţi x 1 leu). Dacă volumul de vânzări va depăşi 100 de unităţi, firma va obţine profit până la un anumit nivel al producţiei, în timp ce la un nivel de vânzări sub 100 de unităţi va suporta pierderi.

Metoda ecuaţiei: Pentru determinarea pragului de rentabilitate prin metoda ecuaţiei, se porneşte de la regula generală: că veniturile nete din vânzări trebuie să acopere integral costurile şi să asigure întreprinderii un profit, deci:

$$VV = VC + FC + profit \qquad (6.1)$$

Deoarece, pragul de rentabilitate presupune o activitate fără profit, dar şi fără pierderi, deci profitul este zero, rezultă că veniturile din vânzări trebuie să fie suficiente pentru acoperirea costurilor fixe şi variabile:

$$VV = VC + FC \qquad (6.2)$$

sau

$$p \times Q = (avc \times Q) + FC \qquad (6.3)$$

Exemplul 6.2. *SA „Luna" produce un singur tip de produs, care se vinde la un preţ de 30 lei. Costurile variabile unitare constituie 22 lei, costurile fixe totale pentru o lună constituie 50 000 lei. Determinaţi pragul de rentabilitate în unităţi fizice şi valorice.*

Rezolvare:

Vom nota prin x – pragul de rentabilitate în unităţi fizice;

$30x = 22x + 50\,000$,
$30x - 22x = 50\,000$,
$8x = 50\,000$,
$x = 50\,000 : 8$,
$x = 6\,250$ unităţi de produs.

De aici rezultă că pragul de rentabilitate în unităţi fizice va fi egal cu 6 250 unităţi, iar în unităţi monetare va constitui:

6 250 x 30 = 187 500 lei.

Astfel, firma vânzând 6 250 unităţi de produs îşi va acoperi integral costurile fixe şi cele variabile, rezultatul activităţii operaţionale fiind nul.

Metoda marjei de contribuţie

Marja de contribuţie, reprezintă rezultatul obţinut din vânzarea produselor după recuperarea costurilor variabile şi a celor fixe.

Marja de contribuţie se calculează:

a. pentru o unitate de produs vândut şi reflectă contribuţia fiecărui produs în acoperirea costurilor fixe şi obţinerea profitului din activitatea operaţională.

Marja de contribuţie unitară =Preţul de vânzare – Consumuri şi cheltuieli variabile unitare

$$MC_{unit} = p - avc \qquad (6.4)$$

b. în total pentru cantitatea de produse vândute şi la nivel de activitate a întreprinderii:

Marja de contribuţie = Venituri din vânzări – Consumuri şi cheltuieli variabile

$$MC = VV - \text{VC} \qquad (6.5)$$

De asemenea, se mai calculează şi *rata marjei de contribuţie*: la nivel de produs (marja unitară de contribuţie):

$$MC_{unit}(\%) = \frac{p - avc}{p} \times 100 \qquad (6.6)$$

la nivel de activitate: $$MC(\%) = \frac{VV - VC}{VV} \times 100 \quad (6.7)$$

Rata marjei de contribuţie se exprimă în procente şi reflectă ce pondere deţine marja de contribuţie în preţul de vânzare sau în volumul total al vânzărilor.

Dat fiind faptul că în punctul critic al rentabilităţii profitul este egal cu zero,

$$(p \times Q) - (avc \times Q) - FC = 0$$

$$Q\,(p - avc) = FC$$

pragul rentabilităţii în unităţi fizice (cantitatea de produse în punctul critic al vânzărilor – Q_{crt}) se va determina după relaţia:

$$Q_{crt} = \frac{CF}{p - avc} \quad (6.8)$$

unde: Q_{crt} – pragul de rentabilitate în unităţi fizice (cantitatea critică de vânzări);

CF – costuri fixe totale (la tot volumul de produse planificate);

p – preţul de vânzare;

avc – costuri variabile la o unitate de produs;

$p - avc$ – marja de contribuţie unitară.

Deci, pragul de rentabilitate poate fi determinat prin împărţirea costurilor fixe la marja de contribuţie unitară a fiecărui produs. Aceasta este considerată a treia metodă – **metoda marjei de contribuţie.**

Fiecare unitate de produs următoare vândută va aduce întreprinderii profit egal cu marja de contribuţie unitară (MC_{unit}) care este egală cu diferenţa dintre preţul de vânzare şi costul variabil unitar. În cazul exemplului de mai sus, $MC_{unit} = p - avc = 30 - 22 = 8$ lei. Astfel, dacă firma va vinde peste pragul de rentabilitate 100 de unităţi, suma profitului va constitui 800 lei = 8 lei x 100 unităţi; dacă va vinde peste pragul de rentabilitate 500 de unităţi, ea va obţine un profit în mărime de 4000 lei = 500 x 8 lei. Iar dacă va vinde sub nivelul pragului

de rentabilitate, respectiv cu 100 unităţi, suma pierderilor va constitui 800 lei.

La nivel de produs, **pragul rentabilităţii în unităţi valorice** se va determina conform formulei: *Pragul rentabilităţii (u.v.) = Pragul de rentabilitate în unităţi fizice x preţul de vânzare:*

$$PR = Q_{crt} \times p \qquad (6.9)$$

sau prin aplicarea formulei: $$PR = \frac{FC}{MC(\%)} \qquad (6.10)$$

Însuşi pragul de rentabilitate are o însemnătate mai mică, dar relaţia de calcul a acestuia se utilizează de către managerii financiari pentru determinarea acelui volum al vânzărilor care va asigura obţinerea profitului planificat. În acest scop, se va utiliza relaţia de calcul:

$$Q_{crt} = \frac{CF + \text{Pr}ofit_{plan}}{p - avc} \qquad (6.11)$$

Exemplul 6.3. *SRL „TV-max" preconizează să realizeze în trimestrul ce urmează un profit în sumă de 200 mii lei din vânzarea televizoarelor, a căror cost mediu variabil = 1000 lei, care se planifică a fi puse în vânzare la un preţ de 1 800 lei. Costurile fixe trimestriale constituie 400 mii lei. Câte televizoare trebuie să fie vândute pentru a se obţine suma planificată a profitului.*

Rezolvare:

Aplicarea relaţiei **(6.11)**:

$$Q_{crt} = \frac{400\,000 + 200\,000}{1\,800 - 1\,000} = \frac{600\,000}{800} = 750 \text{ unităţi.}$$

Aplicarea metodei ecuaţiei: $p \times Q = (avc \times Q) + FC + Profit$.

Vom nota prin x – numărul de televizoare care să asigure realizarea profitului planificat:

$1\,800x = 1\,000x + 400\,000 + 20\,000;$

$1\,800x - 1\,000x = 600\,000;$

$800x = 600\,000;$

$x = 600\ 000 : 800;$
$x = 750$ televizoare.

La nivel de activitate, cea mai oportună metodă de calcul a pragului de rentabilitate este considerată metoda *marjei de contribuţie*, care reprezintă rezultatul obţinut din vânzarea produselor după restituirea tuturor costurilor variabile şi care include profitul operaţional (profitul perioadei până la plata dobânzilor şi a impozitului pe venit) şi costurile fixe. În contextul analizei cost-volum-profit, cheltuielile cu dobânzile reprezintă un cost financiar şi nu unul operaţional, cu toate că în conformitate cu SNC acestea sunt considerate ca cheltuieli ale activităţii operaţionale. Marja de contribuţie se determină în modul următor:

Marja de contribuţie = Venituri din vânzări – Costuri variabile (6.12)

Întreprinderea poate genera profit operaţional când marja de contribuţie depăşeşte suma costurilor constante. Astfel:

Venituri din vânzări = Costuri totale variabile + Costuri fixe + Profit operaţional (6.13)

$$VV = VC + FC + Pf$$

Această relaţie de calcul poate fi scrisă şi ca:

Venituri din vânzări - Costuri totale variabile = Costuri fixe + Profit operaţional (6.14)

$$VV - VC = FC + Pf$$

Prima parte a acestei ecuaţii (4) reprezintă de fapt relaţia (1), adică marja de contribuţie, de aceea o putem scrie şi în modul următor:

Marja de contribuţie = Costuri fixe + Profit operaţional (6.15)

$$MC = CF + Pf$$

respectiv, *Marja de contribuţie – Costuri fixe = Profit operaţional*

$$MC - FC = Pf \quad (6.16)$$

Astfel, din relaţiile prezentate reise că marja de contribuţie reflectă aportul din vânzarea produselor în acoperirea costurilor fixe şi obţinerea profitului. Pragul rentabilităţii se calculează în modul următor:

Pragul rentabilităţii (u.v.) = Consumuri şi cheltuieli constante (fixe) / Rata marjei de contribuţie

$$PR = \frac{FC}{MC(\%)}, \tag{6.17}$$

unde: *Rata marjei de contribuţie = [Marja de contribuţie / Venituri din vânzări] × 100* (6.18)

$$MC(\%) = \frac{VV - VC}{VV}, \tag{6.19}$$

Rata marjei de contribuţie se exprimă în procente şi reflectă cota marjei de contribuţie în volumul total de vânzări.

Exemplul 6.4. *Trei întreprinderi produc acelaşi tip de produs. Produsele se vând la acelaşi preţ, costurile însă variază* (Tabelul 6.3).

Tabelul 6.3. Date iniţiale pentru determinarea pragului de rentabilitate, lei

Indicatorii	Întreprinderea		
	A	B	C
Preţul unitar de vânzare (*P*)	3,0	3,0	3,0
Costul unitar variabil (*avc*)	2,0	1,5	0,9
Costurile fixe (*FC*)	30 000	54 000	81 000

Rezolvare:

Calculul pragului de rentabilitate prezintă următoarele rezultate:

$PR_A = 30\,000 / (3 - 2) = 30\,000$ unit. de produse.

$PR_B = 54\,000 / (3 - 1{,}5) = 36\,000$ unit. de produse.

$PR_C = 81\,000 / (3 - 0{,}9) = 38\,600$ unit. de produse.

După cum vedem, situaţia este mai dificilă la întreprinderea *B*. Pentru a nu înregistra pierderi, întreprinderea *B* trebuie să producă şi să vândă produse cu circa 30% mai mult decât întreprinderea *A*.

Exemplul 6.5. *Firma produce şi vinde un singur produs. Veniturile lunare din vânzări constituie 15 000 lei; costurile variabile – 10 000 lei, iar cele fixe – 4 000 lei. Calculaţi pragul de rentabilitate în unităţi valorice.*

Rezolvare:

1. Calculăm marja de contribuţie totală:

$MC = VV - VC = 15\,000 - 10\,000 = 5\,000$ *lei*

2. Calculăm rata marjei de contribuţie:

$MC(\%) = MC : VV = 5\,000 : 15\,000 = 0{,}33$

3. Calculăm pragul de rentabilitate (punctul critic al vânzărilor):

$PR = FC : MC(\%) = 4\,000 : 0{,}33 = 12\,121$ *lei.*

După cum vedem, veniturile efective din vânzări depăşesc pragul de rentabilitate (veniturile în punctul critic). Pentru a determina cu cât veniturile din vânzări depăşesc punctul critic al acestora (pragul de rentabilitate în unităţi valorice), se calculează indicele de securitate (*Is*) (rezerva stabilităţii financiare) în mărime absolută sau relativă, care reflectă marja de securitate de care dispune întreprinderea:

a. în mărime absolută:

I_s = Venituri din vânzări – Pragul de rentabilitate

$$I_s = VV - PR \qquad (6.20)$$

b. în mărime relativă:

I_s(%) = (Venituri din vânzări – Pragul de rentabilitate) / Venituri din vânzări

$$I_s = \frac{VV - PR}{VV} \times 100 \qquad (6.21)$$

Indicele de securitate poate fi calculat şi la nivel de produs în unităţi fizice:

I_s = Cantitatea planificată pentru vânzări - Pragul de rentabilitate în unităţi fizice (6.22)

sau:

I_s =*Indicele de securitate în unităţi valorice / Preţul de vânzare* (6.23)

Potrivit unor studii statistice realizate pe modelele unor economii occidentale, se apreciază că situaţia firmelor în raport cu pragul de rentabilitate poate fi:

- **Instabilă**, atunci când veniturile din vânzări se află cu până la 10% faţă de pragul de rentabilitate;
- **Stabilă**, atunci când venitul din vânzări este cu 20% mai mare de pragul de rentabilitate;
- **Confortabilă**, când veniturile din vânzări depăşesc cu 20% pragul de rentabilitate.

Pentru **exemplul** de mai sus vom avea:

Indicele de securitate = 15 000 – 12 121 = 2 879 lei

sau

Indicele de securitate(%) = (2 879 : 15 000) x 100 = 19,19%

Indicele de securitate arată că în condiţiile modificării conjuncturii pieţei (preţului de vânzare, cererii etc.), firma va obţine profit, dacă veniturile din vânzări vor scădea mai puţin de 19,19%, iar dacă vor scădea cu mai mult de această mărime, firma va suporta pierderi.

Pragul de rentabilitate şi rezerva stabilităţii financiare (indicele de securitate) pot fi calculate pentru întreaga activitate operaţională a unei întreprinderi în baza datelor Situaţiei de profit şi pierderi şi în baza unor date analitice ale contabilităţii de gestiune.

Exemplul 6.6. *Analiza pragului de rentabilitate şi a rezervei stabilităţii financiare pentru întreaga activitate operaţională a întreprinderii. SRL „GMG" în anii 2016-2017 a înregistrat următorii indicatori privind costurile şi veniturile activităţii operaţionale* (Tabelul 6.4).

Tabelul 6.4. Date pentru calcularea şi aprecierea pragului de rentabilitate şi a rezervei stabilităţii financiare a SRL „GMG"

Indicatorii	Anul 2016	Anul 2017	Modificarea absolută, +,-
Venituri nete din vânzări, mii lei	57800	54190	-3610
Costul vânzărilor, mii lei	49260	45020	-4240
Costuri variabile, mii lei	36295	32190	-4105
Costuri fixe, mii lei	12965	12830	-135
Marja de contribuţie, mii lei	21505	22000	+495
Rata marjei de contribuţie, %	37,2	40,6	+3,4
Pragul de rentabilitate, mii lei	34852	31601	-3251
Rezerva stabilităţii financiare (indicele de securitate), mii lei	22948	22589	-359
Indicele de securitate, %	39,7	41,7	+2,0

Analiza Tabelului 6.4 atestă faptul că în anul 2017 a fost necesar să se vândă produse în sumă totală de 34 852 mii lei pentru a acoperi intergral toate costurile activităţii operaţionale (cu excepţia cheltuielilor aferente plăţii dobânzilor pentru credite). În anul 2016 veniturile nete din vânzări au constituit 57 800 mii lei, asigurând întreprinderii o rezervă a stabilităţii financiare de 22 948 mii lei, ceea ce constituie 39,7% în suma totală a acestora. În anul 2017 rezerva stabilităţii financiare în mărime absolută s-a diminuat cu 359 mii lei faţă de anul precedent. În pofida acestui fapt, ponderea acesteia în suma veniturilor din vânzări s-a majorat cu 2 puncte procentuale.

Astfel, un analist financiar care apreciază performanţele întreprinderii sau previziunile financiare trebuie să cunoască care este dimensiunea activităţii curente a întreprinderii la un nivel normal şi la un punct critic.

6.3. Conceptul levierului operaţional

În practica financiară interdepedenţa dintre variaţia profitului şi volumul activelor sau resurselor ce au fost valorificate pentru obţinerea acestuia se analizează cu ajutorul indicatorului numit *levier*. Levierul, poate fi considerat un factor, modificarea neesenţială a căruia poate condiţiona o modificare semnificativă a diferitelor categorii de profit: operaţional, până la impozitare, net, precum şi a rentabilităţii financiare, a profitului la o acţiune etc.

Deosebim trei categorii de levier Fig. 6.2:

a) operaţional;
b) financiar;
c) total.

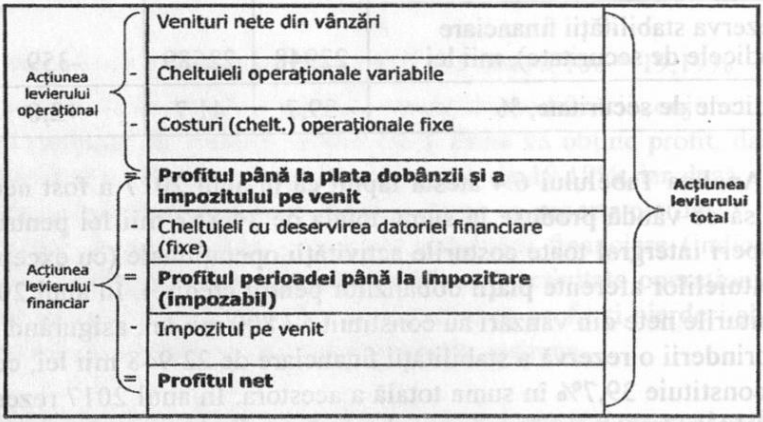


Fig. 6.2. Acţiunea levierului

Existenţa acestor trei categorii de levier este condiţionată de faptul că profitul reprezintă diferenţa dintre veniturile din vânzări şi costurile cu caracter operaţional şi financiar, cu mărimile cărora se poate de gestionat, în aşa mod încât să se obţină un profit cât mai mare.

Mărimea profitului depinde de mai mulţi factori. De pe poziţia managementului financiar asupra profitului influenţează:

- structura costurilor aferente producerii şi vânzării produselor (lucrărilor, serviciilor), adică raportul dintre costurile fixe şi cele variabile;
- cererea pe piaţă;
- fluctuaţiile preţurilor de vânzare;
- fluctuaţiile preţurilor la factorii de producţie (materie primă, materiale etc.);
- componenţa resurselor financiare aflate la dispoziţia întreprinderii (structura financiară, adică raportul dintre sursele proprii şi cele împrumutate, precum şi costul surselor împrumutate).

Levierul operaţional. Modificarea mărimii şi a structurii costurilor operaţionale, precum şi a volumului de vânzări influenţează semnificativ mărimea profitului operaţional (până la plata dobânzilor şi a impozitului pe venit). Această dependenţă se întâlneşte în literatura de specialitate prin categoria economică de **levier operaţional.** Acţiunea levierului operaţional constă în aceea că orice modificare a vânzărilor condiţionează o modificare şi mai însemnată a profitului operaţional.

Pentru a măsura efectul unei schimbări în volumul vânzărilor asupra profitului operaţional, se calculează **gradul levierului operaţional** (*DOL – degree of operating leverage*), care depinde de ponderea costurilor fixe şi a celor variabile în suma totală a costurilor operaţionale. De regulă, cu cât ponderea costurilor fixe este mai înaltă, cu atât este mai mare efectul levierului operaţional, adică modificarea vânzărilor va condiţiona o modificare şi mai mare a profitului. Aceasta înseamnă că un grad mai înalt al levierului operaţional prezintă acele entităţi economice care au utilaje mai scumpe, care efectuează cercetări, deci dispun de active nemateriale în sume mari, au deci un nivel înalt al imobilizărilor.

DOL, ca şi în cazul pragului de rentabilitate, poate fi calculat:

a) pentru un produs;
b) la nivel de activitate a entităţii economice.

La nivel de produs, DOL se calculează prin metodele:

a) dinamică:

$$1)\ DOL = (\Delta PPDI/PPDI) / (\Delta Q/Q) \quad (6.24)$$

$$2)\ DOL = (\Delta PPDI/PPDI) / (\Delta VV/VV) \quad (6.25)$$

unde: ΔPPDI = variaţia profitului până la plata dobânzilor şi a impozitului pe venit;

ΔVV = variaţia cifrei de afaceri (veniturilor din vânzări);

ΔQ = variaţia volumului fizic (cantităţii) al producţiei vândute.

Gradul de levier operaţional mai poate fi calculat, de asemenea, şi în baza marjei de contribuţie:

b) *metoda statică*:

$$3)\ DOL = \frac{VV - VC}{VV - VC - CF} \quad (6.26)$$

$$4)\ DOL = \frac{Q(p - avc)}{Q(p - avc) - CF} \quad (6.27)$$

unde: Q – reprezintă unităţile fizice (cantitatea) de produs;

p – preţul mediu de vânzare pe unitate de produs;

avc – costul variabil unitar;

FC – costuri fixe totale;

VV – cifra de afaceri (venituri din vânzări);

VC – costuri variabile totale.

La nivel de activitate (pe întreprindere), se vor aplica formulele (6.24) şi (6.25).

Gradul levierului operaţional este o componentă importantă în determinarea gradului de risc al unei afaceri. Dacă toate celelalte influenţe sunt constante, cu cât este mai mare gradul levierului operaţional, cu atât mai mare va fi gradul de risc. Valorile înregistrate de DOL ajută la aprecierea poziţiei întreprinderii din punctul de vedere al riscului operaţional, astfel:

- Dacă DOL>11, poziţia întreprinderii este instabilă, cu un grad de risc operaţional înalt;

- Dacă DOL = 6, poziţia întreprinderii este relativ stabilă, cu un risc operaţional mediu;
- Dacă DOL< 6, poziţia întreprinderii este confortabilă, cu un risc operaţional scăzut.

Exemplul 6.7. *Vom analiza gradul levierului operaţional pentru 2 entităţi economice,* care se caracterizează prin următorii indicatori:
Întreprinderea A: *avc* = 2 lei; Întreprinderea B: *avc* = 1,5 lei;

p = 3 lei; p = 3 lei;

FC = 20 000 FC = 36 000

Este necesar de determinat care va fi efectul unei majorări a volumului de vânzări de la 30 până la 33 mii unităţi de produs pentru fiecare entitate:

Rezolvare

Pentru comoditate vom utiliza următorul tabel analitic (Tabelul 6.5):

Tabelul 6.5. Date pentru determinarea gradului levierului operaţional

Entitatea economică	Indicatorii					
	Volumul fizic al vânzărilor, unit., Q	Venituri nete din vânzări, lei, VV	Costuri variabile – total, lei, VC	Costuri fixe – total, lei, FC	Costuri totale, lei, TC	Profit până la plata dobânzii şi a impozitelor, PPDI
A	30 000	90 000	60 000	20 000	80 000	10 000
	33 000	99 000	66 000	20 000	86 000	13 000
B	30 000	90 000	45 000	36 000	81 000	9 000
	33 000	99 000	49 500	36 000	85 500	13 500

Concluzie: Calculele efectuate arată că un grad (efect) mai înalt al levierului operaţional se observă la entitatea B, dar această entitate are şi un nivel mai înalt al costurilor fixe în calcul la 1 leu costuri variabile. Astfel, la un volum al vânzărilor de 30 mii de unităţi la entitatea

economică A, acest raport constituie: 0,3 = 20 000 : 60 000; la entitatea economică B acest indicator constituie: 0,8 = 36 000 : 45 000.

De aici rezultă că entitatea B este mai sensibilă la modificarea volumului de vânzări, aceasta se vede şi din amplitudinea variaţiei profitului la modificarea cantităţii vândute.

Sensul economic al indicatorului DOL, în acest caz, este următorul: dacă fiecare din întreprinderi va planifica o majorare a vânzărilor cu 10%, atunci profitul entităţii A va spori cu 30% (3 × 10%), iar al entităţii B – cu 50% (5 × 10%). Trebuie să menţionăm că o asemenea situaţie se va înregistra şi în cazul diminuării vânzărilor cu 10%, numai că în sens opus, adică profitul entităţii A se va reduce cu 30%, iar cel al entităţii B – cu 50%. De aici rezultă că cu cât o întreprindere are un nivel mai mare al DOL, cu atât este mai riscantă activitatea operaţională a acesteia, deci prezintă un grad mai înalt al riscului operaţional.

6.4. Conceptul levierului financiar. Gradul levierului total

De structura financiară, adică de raportul dintre capitalul propriu şi cel împrumutat, de eficienţa utilizării acestora va depinde mărimea profitului. Utilizarea surselor împrumutate antrenează un şir de cheltuieli, uneori semnificative. De aceea, managerii financiari deseori se întreabă, care trebuie să fie raportul optimal dintre sursele proprii şi cele împrumutate, cum acest raport va influenţa asupra profitabilităţii. Această interdependenţă – raportul dintre capitalul propriu şi cel împrumutat şi suma profitului se caracterizează prin categoria economică numită **levier financiar**. Pentru aprecierea acţiunii levierului financiar, se aplică două abordări:

Abordarea americană. Gradul (efectul) levierului financiar este estimat cu ajutorul indicatorului ce exprimă gradul de sensibilitate al profitului net la modificarea profitului până la plata dobânzilor şi impozitului pe venit (*DFL – Degree of Financiar Leverage*) – **gradul**

levierului financiar. Această abordare, presupune, ca şi în cazul levierului operaţional, metoda dinamică şi metoda statică de calcul:

a) metoda dinamică:

$$DFL = \frac{\Delta Pnet}{Pn_0} \div \frac{\Delta PPDI}{PPDI_0} \quad (6.28) \quad \text{sau} \quad DFL = \frac{PPDI}{PPDI - I} \quad (6.29)$$

unde: I – suma plătită sub formă de dobânzi.

Dar ştiind că: $PPDI = Q(p\text{-}avc) - FC$, putem scrie relaţia de mai sus în modul următor:

b) metoda statică:

$$DFL = \frac{Q(p - avc) - FC}{Q(p - avc) - FC - I} = \frac{CA - VC - FC}{CA - VC - FC - I} \quad (6.30)$$

Dacă nu se utilizează deloc capital împrumutat, gradul levierului financiar este egal cu 1,0.

Ecuaţia pentru gradul de levier operaţional poate fi combinată cu ecuaţia pentru levierul financiar pentru a determina efectul total al levierului sau **gradul total al levierului – DTL** – *degree of total leverage*, care arată felul în care o anumită schimbare în cifra de vânzări va afecta suma profitului net. În acest scop, pot fi utilizate următoarele relaţii de calcul:

Gradul levierului total este definit ca fiind gradul levierului operaţional înmulţit cu gradul levierului financiar:

$$DTL = DOL \times DFL \quad (6.31)$$

sau

$$DTL = \left[\frac{Q(p - avc)}{Q(p/avc) - FC}\right] \times \left[\frac{Q(p - avc) - FC}{Q(p - avc) - FC - I}\right] = \frac{Q(p - avc)}{Q(p - avc) - FC - I} = \frac{CA - VC}{CA - VC - FC - I} \quad (6.32)$$

O altă abordare a efectului de levier financiar este **abordarea europeană.** Orice agent economic, desfăşurând activitate, are drept obiectiv de bază sporirea eficienţei, care se exprimă prin rentabilitatea

activelor, rentabilitatea capitalului propriu etc. Criteriul de apreciere a eficienţei utilizării întregului capital este rentabilitatea economică (activelor). Pentru aprecierea eficienţei utilizării capitalului propriu, se calculează un indicator de rentabilitate numit rentabilitatea financiară, care se determină ca raport al profitului perioadei de gestiune până la impozitare şi valoarea medie anuală a capitalului propriu.

Trebuie să menţionăm că firmele care utilizează raţional capitalul împrumutat, în unele cazuri, au o rentabilitate mai înaltă a capitalului propriu. Vom exemplifica acest fapt pe cazul a două entităţi economice A şi B, care au aceeaşi mărime, dar cu o structură a capitalului diferită.

Exemplul 6.8. Entitatea A nu utlizează surse împrumutate pentru finanţarea activelor sale, entitatea B utilizază surse împrumutate în raport de 50% din suma totală a pasivelor (Tabelul 6.6).

Tabelul 6.6. Rezultatele financiare ale entităţilor A şi B cu structură financiară diferită

Indicatori	Întreprinderea	
	A	B
Total active, mii lei	100	100
Capital propriu, mii lei	100	50
Capital împrumutat (credite bancare), mii lei	0	50
Venituri nete din vânzări, mii lei	100	100
Cheltuieli operaţionale (fără plata dobânzii)	70	70
Rezultatul activităţii până la plata dobânzii şi impozitelor, mii lei	30	30
Costul mediu al surselor împrumutate, %	0	15
Cheltuieli aferente dobânzilor, mii lei	0	7,5
Profitul până la impozitare	30	22,5

Cota impozitului pe venit, %	15	15
Impozit pe venit, mii lei	4,5	3,37
Profit net	25,2	19,13
Rentabilitatea financiară, %	25,2 / 100 = 25,2%	19,13 / 50 = 38,26%

Din cele prezentate vedem că, în pofida faptului că întreprinderea B utilizează pentru finanţarea activităţii surse împrumutate, rentabilitatea capitalului propriu este mai înaltă. Aceasta se întâmplă, deoarece rentabilitatea economică este mai mare decât rata dobânzii la sursele împrumutate (costul capitalului împrumutat).

Acest fenomen în practica financiară a căpătat denumirea de **efect al pârghiei financiare** sau **efectul levierului financiar** (levier din engl. *leverage – pârghie*). Deci, efectul levierului financiar reprezintă de fapt creşterea rentabilităţii capitalului propriu ca rezultat al utilizării surselor împrumutate, cu condiţia că rentabilitatea economică depăşeşte rata dobânzii la sursele împrumutate.

Efectul de levier financiar se determină astfel:

$$\textit{Efectul de levier financiar } (E_{l.f.}) = (1 - I_v)(R_e - \bar{d}) \times \frac{D}{C_{propriu}} \quad (6.33)$$

$\bar{d}$ – dobânda medie sau costul mediu ponderat al capitalului împrumutat;

I_v – cota impozitului pe venit, fracţie zecimală.

Din această relaţie de calcul rezultă că asupra efectului de levier financiar influenţează următorii factori:

(1-I) – factorul fiscalităţii (corectorul fiscal);

$(R_e - \bar{d})$ – diferenţialul levierului financiar;

D/CP – pârghia financiară, braţul levierului.

Factorul (corector) fiscal arată cum se manifestă efectul de levier financiar în funcţie de nivelul diferit al cotelor de impozitare. El nu

depinde de fapt de activitatea întreprinderii, deoarece cota impozitului pe venit este unică pentru toţi agenţii economici din ţara respectivă. În procesul de gestiune al levierului financiar, utilizarea corectorului fiscal poate avea loc:

- dacă pentru diferite tipuri de activităţi ale întreprinderii sunt stabilite diferite cote de impozitare;
- dacă pentru anumite tipuri de activităţi sunt prevăzute înlesniri fiscale;
- dacă întreprinderile-fiice îşi desfăşoară activitatea în zone economice libere.

Diferenţialul levierului financiar se obţine comparând nivelul rentabilităţii economice cu costul capitalului împrumutat. Acesta este factorul care formează efectul (pozitiv sau negativ) al levierului financiar. Cu cât este mai mare diferenţialul, cu atât este mai benefică utilizarea surselor împrumutate:

- dacă $R_e > \overline{d}$ → efect pozitiv de îndatorare sau favorabil;
- dacă $R_e < \overline{d}$ → efect de îndatorare negativ sau nefavorabil.

În cazul când mărimea diferenţialului este negativă, gradul de îndatorare duce la micşorarea rentabilităţii capitalului propriu – are loc „efectul de măciucă".

Braţul levierului reprezintă un multiplicator, majorarea căruia poate duce la mărirea rentabilităţii capitalului propriu. Coeficientul levierului financiar (LF) (braţul levierului financiar) se determină ca raport între suma capitalului împrumutat şi a celui propriu:

$$LF = D / CP \qquad (6.34)$$

În practica mondială se consideră acceptabil nivelul coeficientului de levier financiar de circa 0,3. La depăşirea acestui nivel, atragerea suplimentară a mijloacelor împrumutate pe termen lung trebuie să fie sistată. În unele ramuri, se acceptă şi raportul de 0,5.

Din formula prezentată mai sus putem determina rezervele de majorare a efectului levierului financiar (din contul diferenţialului sau

pârghiei financiare). Menţionăm că rolul diferenţialului şi al braţului pârgiei este diferit. E de dorit ca să obţinem o creştere a diferenţialului. Aceasta va duce la creşterea rentabilităţii capitalului propriu fie din contul majorării rentabilităţii economice, fie din contul reducerii costului surselor împrumutate (dacă primul factor ţine de competenţa întreprinderii, al doilea – de creditori). Aceasta demonstrează că întreprinzătorul poate influenţa mărimea diferenţialului numai prin intermediul rentabilităţii economice. Trebuie să menţionăm că mărimea diferenţialului prezintă informaţii preţioase pentru vânzătorii surselor împrumutate – bancheri. Dacă mărimea acestuia tinde spre 0 sau este negativă, atunci creditorii se vor abţine de a acorda acestei întrepridneri noi credite, sau le va creşte preţul, ceea ce va influenţa nivelul costului mediu ponderat al capitalului împrumutat.

De asemenea, cu cât va creşte ponderea surselor împrumutate în structura capitalului, cu atât va creşte şi costul acestuia, deoarece o pondere însemnată a surselor împrumutate prezintă un grad înalt de risc, de aceea creditorii vor majora rata dobânzii la creditele acordate acestei întreprinderi.

De aici putem trage următoarele concluzii:

1. Diferenţialul efectului de levier financiar trebuie să fie pozitiv. Întreprinzătorul are pârghii de influenţă asupra mărimii diferenţialului, şi anume, prin creşterea eficienţei utilizării activelor, adică a rentabilităţii economice.
2. Diferenţialul efectului de levier financiar reprezintă un factor imformativ important şi pentru creditori, deoarece permite stabilirea gradului de risc aferent acordării de noi credite. Cu cât mărimea diferenţialului este mai mare, cu atât riscul pentru creditori este mai mic, şi invers.
3. Braţul levierului financiar prezintă informaţii preţioase atât întreprinzătorului, cât şi creditorilor. Cu cât coeficientul levierului este mai mare, cu atât riscul financair este mai înalt.

De asemenea, se mai calculează efectul de levier financiar cu luarea în calcul a ratei inflaţiei:

Efectul de levier financiar ($E_{l.f.}$) =

$$(1-I_v)(R_e-\frac{\overline{d}}{1+i})\times\frac{D}{C_{propriu}}+\frac{D\cdot i}{C_{propriu}}, \qquad (6.35)$$

unde: i – rata inflaţiei, fracţie zecimală.

Efectul de levier financiar este un instrument important al managementului financiar prin acţiunea sa de prevenire (minimizare) a riscului financiar şi care constă în a menţine acest indicator la o valoare pozitivă cât mai înaltă. Întreprinderile care au un braţ al levierului înalt se află în situaţia de a înregistra pierderi enorme, dar dispun şi de şansa de a realiza profituri la fel de mari.

VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

- Definiţi conceptul de risc economic şi risc financiar al întreprinderii.
- Exprimaţi sensul economic al categoriei de levier.
- Explicaţi legătura dintre risc economic şi pragul de rentabilitate al întreprinderii.
- Explicaţi legătura dintre risc şi levier.
- Expuneţi modalităţile de calcul al levierului economic şi celui financiar (efectul de levier, gradul de levier).
- În ce situaţii întreprinderea este capabilă să obţină un profit maxim?
- Explicaţi influenţa pozitivă şi negativă a levierului economic şi a levierului financiar.
- Argumentaţi legătura şi dependenţa dintre gradul levierului operaţional, financiar şi cel total.
- Scoateţi în evidenţă efectul levierului pentru întreprinderile aflate în dificultate economică.

APLICAȚII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

1. Estimați ce cantitate trebuie să producă firma pentru a obține un profit de 150 000 lei, riscul operațional, financiar și total al întreprinderii, dacă știm că: cantitatea produsă constituie 3 000 unitați, costul total alcătuiește 480 000 lei, marja de profit reprezintă 30%. Costurile fixe ale întreprinderii contituie 30% din totalul de costuri. Dobânzile aferente împrumuturilor alcătuiesc 33 500 lei. Comentați rezultatele obtinute.

2. Dispunem de informații cu privire la două întreprinderi cu următoarele caracteristici:

Indicatori	Firma A	Firma B
Cantitatea de produse, unit.	30 000	30 000
Prețul pe unitate, lei	220	220
Costuri variabile unitare, lei	170	150
Costuri fixe totale, lei	700 000	1 280 000

Determinați pragul de rentabilitate, riscul operațional, respectiv care variantă în situația dată este mai preferabilă pentru:

1) situația de bază;

2) când Q este 40 000 unit.;

3) când Q este 50 000 unit.

Comentați rezultatele obtinute.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Buglea, A. *Analiză financiară: concepte și studiu de caz.* Timișoara: Mirton, 2005.

2. Dragotă, V., Obreja, L. *Management financiar. Politici financiare de întreprindere.* Vol. II. București: Ed. Economică, 2013.
3. Dumitru, M. *Gestiunea financiară a întreprinderii. Teste grilă, Răspunsuri, Aplicații, Probleme.* Ed. a II-a. București: Editura Fundației România de Mâine, 2005.
4. Luca, G., Olariu, N. *Elemente de management financiar.* Iași: Dosoftei, 2004.
5. Robu, V. , Anghel, I., Șerban, C. *Analiza economico-financiară a firmei.* Bucuresti: Ed. Economică, 2014.

7. GESTIUNEA ACTIVELOR CIRCULANTE

7.1. Esența și conținutul gestiunii activelor circulante
7.2. Gestiunea stocurilor
7.3. Gestiunea creanțelor pe termen scurt
7.4. Gestiunea fluxurilor de numerar

Obiective:

- să determine scopul gestiunii activelor circulante;
- să cunoască modelele de finanțare a activelor circulante;
- să compare strategiile de finanțare a activelor circulante și să argumenteze în ce cazuri ele pot fi aplicate;
- să estimeze nivelul optim al comenzii și soldul optim al numerarului;
- să propună măsuri de eficientizare a gestiunii activelor circulante.

Concepte de bază: *active circulante; model de optimizare; modelul EOQ; modelul Miller-Orr; modelul Beaumol; strategie de finanțare a activelor circulante.*

7.1. Esenţa şi conţinutul gestiunii activelor circulante

Gestiunea activelor circulante este o componentă de bază a gestiunii financiare a întreprinderii. Unele sarcini de bază ale managementului financiar sunt:

- Asigurarea la timp şi în cantităţi optime activităţii curente cu resursele necesare;
- Efectuarea în termenele stabilite a decontărilor curente;
- Menţinerea lichidităţii activelor la un nivel acceptabil;
- Eficientizarea valorificării activelor curente.

Aceste sarcini pot fi realizate printr-o gestiune financiară curentă eficientă a capitalului de lucru. Relevanţa acesteia constă, în primul rând, în ponderea înaltă (de peste 50% în medie) a activelor (şi pasivelor) circulante în totalul bilanţului întreprinderii. În al doilea rând, operaţiile cu activele circulante sunt de natură operaţională, cu un mare grad de repetabilitate şi cu o reflectare imediată asupra situaţiei financiare şi asupra rentabilităţii întreprinderii.

Concepte de bază:

Activele circulante reprezintă activele ce se aşteaptă să fie consumate în ciclul normal de activitate, vândute sau primite în termen de 12 luni sau care reprezintă numerar (SNC „Prezentarea situaţiilor financiare"). *Ciclul normal de activitate* al unei entităţi reprezintă perioada de timp dintre momentul achiziţionării activelor care sunt destinate procesării şi momentul transformării lor în numerar. Când pentru o entitate acest ciclu nu este clar, durata lui se consideră 12 luni. În unele surse, acestea se regăsesc prin noţiunea de *capital circulant*, care reprezintă mijloacele investite de către companie în operaţiunile sale curente care se consumă în fiecare ciclu de exploatare (operaţional) şi se înlocuieşte după fiecare consumare, odată cu reluarea unui nou ciclu de exploatare.

În componența activelor circulante intră:

STOCURI

- Materiale;
- Active biologice circulante;
- Obiecte de mică valoare și scurtă durată;
- Producția în curs de execuție și produse finite;
- Mărfuri.

CREANȚE PE TERMEN SCURT

- comerciale;
- ale părților afiliate;
- ale bugetului;
- ale personalului;
- avansuri acordate;
- alte creanțe curente.

NUMERAR

- în casierie;
- la conturi curente;
- alte elemente de numerar.

INVESTIȚII FINANCIARE CURENTE

ALTE ACTIVE CIRCULANTE

Capital de lucru (fond de rulment brut – FRB) – reprezintă de fapt activele circulante, adică stocurile de mărfuri, materiale, produse, produsele în curs de execuție, creanțele pe termen scurt, investițiile financiare pe termen scurt, numerarul etc. Ele sunt reflectate în compartimentul II din activul bilanțului contabil.

***FRB** – valoarea activelor curente constituite atât din surse proprii, cât și împrumutate.*

*Capital de lucru net (*fond de rulment net – FRN) – diferența dintre activele și pasivele curente (DTS).

$$FRN = AC - DTS \qquad (7.1)$$

FRN reprezintă acea parte a activelor curente care este constituită din surse permanente (surse proprii şi surse împrumutate pe termen lung). *Capital de lucru propriu* (FRP) – valoarea activelor curente constituite numai din surse proprii.

$$FRP = AC - DTS - DTL \qquad (7.2)$$

Dacă entitatea nu utilizează surse împrumutate pe termen lung pentru finanţarea activelor curente, atunci: *FRN = FRP.*

Obiectivul urmărit al gestiunii activelor circulante constă în asigurarea nivelului necesar de active circulante pentru activitatea operaţională a entităţii economice la costuri minime şi în condiţii de diminuare a riscului. Amortizarea relaţiei rentabilitate – risc se realizează în cea mai mare parte în cadrul echilibrului dintre necesarul de active circulante şi sursele mobilizabile pentru finanţarea acesteia.

Pentru a răspunde nevoii de rentabilitate, gestiunea activelor circulante urmăreşte realizarea ciclului de exploatare cu un nivel minim de active circulante, iar gestiunea pasivelor circulante urmăreşte cel mai redus cost al procurării capitalurilor necesare Pentru a răspunde nevoii de diminuare a riscului, gestiunea activelor circulante urmăreşte eliminarea rupturii de stoc, a lipsei de lichidităţi, preocupare însoţită de creşterea costurilor de exploatare şi de diminuare a rentabilităţii. În privinţa pasivelor circulante, se urmăreşte permanenţa surselor de finanţare, autonomia financiară a ciclului de exploatare, preocupări însoţite de creşteri ale costului procurării capitalurilor necesare.

Având în vedere aceste cerinţe ale optimizării relaţiei rentabilitate – risc în mod concret gestiunea ciclului de exploatare cuprinde două domenii complementare de activitate:

1) determinarea necesarului de active circulante (de stocuri, de creanţe şi de lichidităţi);
2) determinarea modalităţii de finanţare a necesarului de active circulante (a fondului de rulment, a datoriilor de exploatare: furnizori, creditori etc.; a concursurilor bancare; credite de trezorerie, credite de scont etc.).

Pot fi identificate trei politici de gestiune a ciclului de exploatare cu efecte diferite ale rentabilităţii şi riscului:

1) *politică agresivă* care îşi propune realizarea unei cifre de afaceri cu stocuri minime. Rentabilitatea ridicată intenţionată prin acţiune politică este însoţită de riscuri mari legate de lipsa de stoc, de lipsa de lichidităţi şi de insolvabilitatea întreprinderii;
2) *politică defensivă,* care îşi propune realizarea unei cifre de afaceri cu stocuri şi lichidităţi ridicate. Rentabilitatea va fi, în acest caz, scăzută, deoarece va fi afectată de costurile suplimentare de întreţinere a activelor circulante la întreprindere;
3) *politică echilibrată* (intermediară), având o situaţie medie]ntre cele două politici de mai sus, astfel este un echilibru între rentabilitate şi risc.

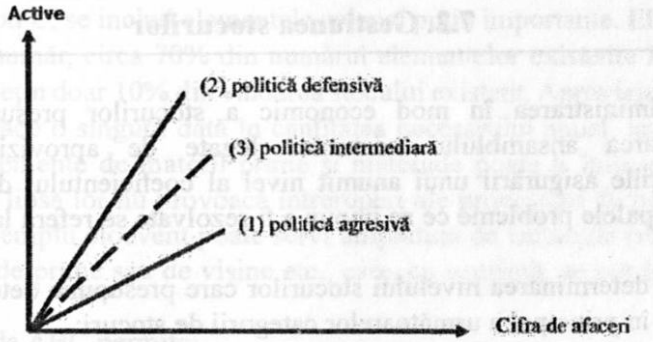


Fig. 7.1. Politici de gestiune a ciclului de exploatare

Cât priveşte finanţarea activelor circulante, aici la fel avem trei categorii de politici.

Politica agresivă de finanţare presupune utilizarea pe larg a pasivelor pe termen scurt care au cele mai mici costuri, însă sunt probleme la reînnoirea rapidă a acestora. O asemenea abordare este foarte riscantă şi poate crea dificultăţi în asigurarea lichidităţii şi solvabilităţii, cu toate că permite obţinerea unei rentabilităţi mai ridicate.

Politica defensivă de finanţare a activelor circulante pune accentul pe utlizarea capitalului permanent, pe seama capitalului permanent, care au costuri de atragere mult mai mari, dar şi o acoperire suficientă împotriva riscului de reînnoire a creditelor şi a creşterii ratei dobânzilor. Respectiv, o astfel de politică de finanţare presupune un risc financiar minimal, însă o profitabilitate mai redusă, şi din cauza că o parte mai însemnată a capitalului este blocată în active stocuri.

O politică neutră de finanţare presupune o un echilibru între risc şi rentabilitate. Astfel marea parte a activelor circulante sunt finanţate din surse permanente de finanţare, cealaltă parte a activelor circulante sunt finanţate din surse circulante împrumutate.

7.2. Gestiunea stocurilor

Administrarea în mod economic a stocurilor presupune minimizarea ansamblului costurilor legate de aprovizionare în condiţiile asigurării unui anumit nivel al coeficientului de servire. Principalele probleme ce se impun a fi rezolvate se referă la două aspecte:

- determinarea nivelului stocurilor care presupune determinarea în principal a următoarelor categorii de stocuri:

a) stocul minim sau curent al unui produs corespunde consumului produsului respectiv pe durata intervalului de aprovizionare;
b) stocul de siguranţă reprezintă o rezervă permanentă pentru a face faţă situaţiilor neprevăzute legate de ritmul consumului şi al termenelor de livrare;
c) stocul de alertă sau pragul de declanşare a comenzii reprezintă cantitatea în stoc sub nivelul căreia trebuie să fie făcută comanda.

- determinarea cantităţii economice (optime) de comandat.

Gestiunea stocurilor presupune şi controlul asupra integrităţii, suficienţei acestora. În acest context, este eficientă utilizarea metodelor:

1. ***Metoda ABC*** constă în clasificarea stocurilor în trei grupe, în funcţie de importanţa lor, de complexitatea aprovizionării şi de gravitatea lipsei de stoc, de alte criterii, după cum urmează:

În grupa A, se includ elemente puţine la număr, dar valoroase. În practică, s-a constatat că ponderea acestora în totalul de stocuri este de 10%, în timp ce valoarea lor constituie circa 70% din valoarea totală a stocurilor. Lipsa acestor elemente generează rupturi ale procesului de producţie. De exemplu: cafea, zahăr pentru SA „Bucuria" sunt elemente importante; pentru SA „Zorile", fabrică de încălţăminte, elementul important de stoc este pielea şi/sau înlocuitorul de piele etc.

În grupa B, se includ elementele mai puţin importante atât numeric, cât şi valoric, ponderea lor în total stocuri de materii prime şi materiale fiind de 20%.

În grupa C, se includ elementele cel mai puţin importante. Ele sunt multe la număr, circa 70% din numărul elementelor existente în stocuri, dar deţin doar 10% din valoarea stocului existent. Aprovizionarea se poate face o singură dată în cantitatea necesarului anual, iar lipsa acestor elemente de materii prime şi materiale poate fi înlocuită cu altele, ori lipsa lor nu provoacă întreruperi ale procesului de producţie. Un exemplu elocvent poate servi umplutura de caramele (magiun de mere, de prune sau de vişine etc., care, cu uşurinţă, se pot înlocui reciproc).

Metoda ABC permite:

- ✓ o urmărire detaliată a stocurilor din grupele A şi B şi o determinare a mărimii matematice optime a acestora, astfel că necesarul de capitaluri pentru formarea şi păstrarea lor să fie minim;
- ✓ o urmărire globală a stocurilor din grupa C, care se vor aproviziona în loturi mari pentru perioade mari de timp şi pentru a reduce cheltuielile de transport – aprovizionare.

În cazul în care furnizorul nu respectă termenele de livrare, lotul de livrare nu corespunde cantitativ sau calitativ, sau ritmul consumului a fost mai rapid decât cel estimat, stocul curent nu poate fi reîntregit

în momentul atingerii nivelului minim, iar procesul de producţie poate înregistra întreruperi. Pentru a evita această situaţie, se formează un stoc de siguranţă.

Stocul de siguranţă – reprezintă cantitatea de materiale necesară pentru asigurarea continuităţii procesului de producţie în cazul eventualelor întreruperi în aprovizionare, ca urmare a unor neregularităţi în procesul de producţie al furnizorului sau în transport, precum şi în cazul în care a crescut consumul mediu zilnic, stocul curent fiind epuizat mai repede.

Stocul pentru transport intern – reprezintă cantitatea de materiale necesară pentru asigurarea continuităţii procesului de producţie în cazul în care sunt necesare transporturi de la un depozit central la punctele de consum.

Stocul de iarnă – cuprinde cantitatea de materiale necesară pentru asigurarea continuităţii procesului de producţie în timpul iernii, când nu este posibilă exploatarea unor materiale din cauza condiţiilor climaterice nefavorabile.

2. ***Metoda celor două recipiente.*** Această metodă presupune aranjarea elementelor din stoc în două recipiente: unul este considerat stocul curent, celălalt – stoc de siguranţă. Când primul recipient se goleşte, se face o nouă comandă şi se trece la folosirea elementelor din cel de-al doilea recipient. Această metodă este eficientă în cazul întreprinderilor de comerţ cu amănuntul, dar şi pentru unele întreprinderi din industrie, cum ar fi nasturii pentru secţia de confecţii, cuiele pentru secţia de asamblare etc.

3. ***Metoda liniei roşii.*** Elementele din stoc sunt aşezate într-un vas de sticlă pe care este desenată o linie roşie. Când nivelul stocului ajunge la această linie, devine necesară efectuarea unei noi comenzi în aprovizionare. Utilizarea metodei este eficientă în cazul întreprinderilor din industria alimentară pentru păstrarea diferitelor condimente (piperi, vanilie, rom etc.).

4. ***Metoda Kanban.*** Această metodă a fost dezvoltată în Japonia de firma Toyota în anul 1940. *Kanban* este un termen care provine

din sintagma japoneză *kan-ban* care s-ar traduce aproximativ „card de semnalizare". Era vorba efectiv de o cartelă (ca o fişa de hârtie) ce însoţea produsele pe linia de fabricaţie. Pe fişă erau trecute diverse informaţii relevante despre respectivul produs. Termenul Kanban însă denumeşte şi o metodă de planificare eficientă a producţiei şi de optimizare a stocurilor folosind principiul „exact la timp" (*just in time*). Ea este denumită, de asemenea, *metoda stocului zero* sau *metoda de producţie în flux continuu.*

Esenţa acestei metode constă în aceea că: un furnizor fabrică şi livrează clientului său numai produsele care i-au fost comandate anterior de către client prin intermediul unui sistem fizic de informare materializat pe baza unor etichete (carduri Kanban) care îmbunătăţesc circulaţia informaţilor între client şi furnizor. Această metodă este acum utilizată în SUA (IMB, General Motors, General Electric etc.) şi în Europa. Ideea de bază a sistemului este că întreprinderea trebuie să deţină un stoc minimal, pentru ca furnizorii săi să poată livra, la timp, piesele care îi sunt necesare.

Acest sistem este mai larg decât un sistem de gestiune a stocurilor. Este, de asemenea, un sistem de gestiune. Suma stocurilor este redusă la minimum, ca şi timpul, distanţa între diferitele operaţiuni. Pentru ca firma să poată livra rapid, trebuie ca ea să întreţină relaţii permanente cu furnizorii săi şi să existe o bună coordonare.

Sistemul Kanban modifică ipotezele modelului clasic, prin aceea că diminuează costul de comandă al stocurilor. Acesta poate fi obţinut printr-o localizare judicioasă a unităţilor de producţie: diminuează stocul de securitate. El poate fi obţinut ameliorând relaţiile dintre întreprindere şi furnizorii săi. Acest sistem permite degajarea trezoreriei, care poate fi utilizată pentru noi investiţii.

Stocurile constituie, după sectoare, o parte mai mult sau mai puţin importantă a activului bilanţului întreprinderilor. În acelaşi timp, un stoc puternic crescut antrenează costuri.

Au fost puse la punct numeroase metode de gestiune a stocurilor. Ele utilizează, tot mai mult, instrumente informatice. Modelul clasic

este bazat pe faptul că anumite costuri (costuri de stocaj) cresc atunci când stocurile se măresc, pe când altele (costul de comandă) se diminuează în acelaşi timp. Metoda Kanban consideră că aceste costuri pot fi minimizate graţie unei mai bune localizări şi coordonări între întreprinderi.

Metoda EOQ – detrminarea stocului(comenzii) optim.

Principalul obiectiv al gestiunii stocurilor constă în detrminarea stocului optim la un moment sau altul al perioadei de gestiune.

Decizia privind stocul optim se stabileşte în funcţie de costurile suportate de întreprindere referitoare la stocuri. Sunt trei costuri majore:

1. Costurile de deţinere a stocurilor, de regulă, cresc odată cu creşterea stocurilor şi constau din costul capitalului blocat, costuri de depozitare, costuri cu pază, asigurarea, pierderi pe timpul depozitării:

$$CTD = C \times P \times A \qquad (7.3)$$

unde: CTD – costul total de deţinere;

C – procentul costurilor de deţinere de la valoarea stocului mediu;

P – preţul de achiziţie a materialelor din stoc;

A – mărimea medie a stocului deţinut.

2. Costurile de comandă sunt fixe pentru fiecare comandă, însă cresc odată cu creşterea numărului de comenzi sau altfel cu reducerea stocului. Aceste costuri constau din costurile de plasare-primire a unei comenzi, convorbirile telefonice, organizarea procesului de primire, depozitare etc.:

$$CTC = F \times N \qquad (7.4)$$

unde: CTC – costul total de comandă;

F – costurile fixe pentru o comandă;

N – numărul de comenzi pe an.

3. Costurile legate de lipsa stocurilor, pierderile datorate stopării procesului de producţie, pierderii clienţilor. De regulă, aceste cheltuieli se minimizează prin introducerea stocului de siguranţă.

Putem urmări că cantitatea de comandat care asigură costurile minime de întreţinere a stocului poate fi determinată folosind următoarea formulă care se numeşte *modelul cantităţii optime de comandat (EOQ)* sau *cantitate economică a comenzii:*

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times F \times S}{C \times P}} \qquad (7.5)$$

unde: EOQ = cantitatea economică a comenzii sau cantitatea optimă de comandat;

S = cantitatea totală folosită într-un an dintr-un anumit element de stoc

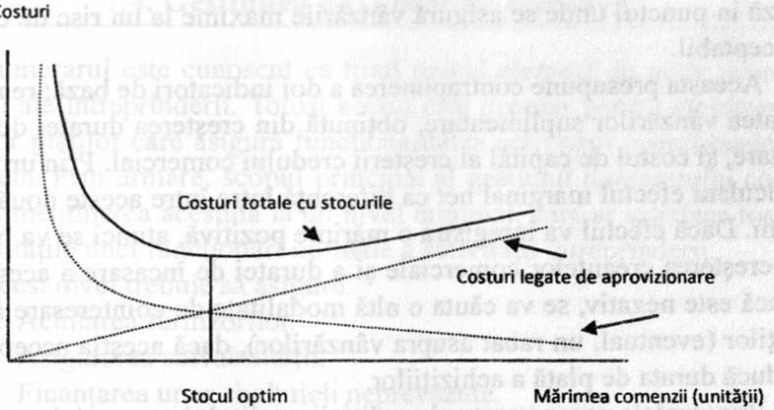


Fig. 7.2. Determinarea cantităţii optime de comandat

7.3. Gestiunea creanţelor pe termen scurt

Gestiunea creanţelor reprezintă ansamblul metodelor şi instrumentelor de utilizare cât mai eficientă a capacităţilor întreprinderii în credite comerciale. Prin urmare, aceasta are sarcina de a stabili comportamentul întreprinderii privind acordarea creditului comercial clienţilor.

Putem delimita două tipuri principale de politici în acest sens ale întreprinderii: politica relaxată şi politica restrictivă.

Politica relaxată are drept obiectiv creşterea cifrei de faceri a întreprinderii, prin prelungirea duratei de acordare a creditelor către clienţi, însă apare pericolul imposibilităţii colectării unor datorii de la unii clienţi.

Politica restrictivă presupune micşorarea creditului comercial. Aici întreprinderea este interesată în reducerea capitalurilor alocate în contul clienţilor, dar cu cât este mai strânsă finanţarea acestor active circulante, cu atât clienţii vor fi mai nemulţumiţi şi vor determina reducerea cifrei vânzărilor întreprinderii.

Nivelul optim al creanţelor comerciale ale întreprinderii se situează în punctul unde se asigură vânzările maxime la un risc de credit acceptabil.

Aceasta presupune contrapunerea a doi indicatori de bază: rentabilitatea vânzărilor suplimentare, obţinută din creşterea duratei de creditare, şi costul de capital al creşterii credului comercial. Prin urmare, calculăm efectul marginal net ca diferenţă între între aceste două mărimi. Dacă efectul va înregistra o mărime pozitivă, atunci se va hotărî la creşterea creanţelor comerciale şi a duratei de încasare a acestora. Dacă este negativ, se va căuta o altă modalitate de cointeresare a clienţilor (eventual, un rabat asupra vânzărilor), dacă aceştia acceptă să reducă durata de plată a achiziţiilor.

Principalele componente ale politicii creditului comercial sunt:

1. *Perioada de credit* – perioada de timp pentru care se acordă credit comercial. Pentru unele produse se acordă perioade scurte, pentru altele mai lungi. Există o legatură între perisabilitatea şi durabilitatea produselor şi perioada de credit.
2. *Reducerile utilizate* – discounturi şi rabaturi pentru a convinge clientul să plătească mai repede.
3. *Accesibilitatea creditului* – se referă la selectarea doar a clienţilor adecvaţi pentru a primi creditul.
4. *Formalizarea raporturilor de credit* – contracte, facturi.
5. *Politica şi duritatea* aplicate în cazul colectării datoriilor.

Indicatorii folosiţi pentru caracterizarea eficienţei politicii de gestiune a creanţelor sunt:

1. Perioada medie de colectare a creanţelor:
   Valoarea medie anuală a crenţelor × 365 zile/ Vânzări nete
2. Structura creanţelor pe vârste, adică de exemplu 10% au mai puţin de 30 de zile; 40% – 30-60 de zile; 20% – 60-90 de zile; 10% – peste 90 de zile; 20% – expirate).
3. Cota creanţelor dubioase: *Creanţe dubioase / Total creanţe.*

7.4. Gestiunea fluxurilor de numerar

Numerarul este cunoscut ca fiind unicul element de activ neprofitabil ale întreprinderii. Totuşi acesta este necesar pentru efectuarea tuturor plăţilor care asigură funcţionalitatea activităţii operaţionale a acesteia. Prin urmare, scopul principal al gestiunii numerarului constă în menţinerea acestuia la un nivel minimal, care ar satisface toate necesităţile unei funcţionări normale a activităţii întreprinderii.

Acest nivel trebuie să asigure:

1. Achitarea furnizorilor.
2. Asigurarea solvabilităţii.
3. Finanţarea unor cheltuieli neprevăzute.

De regulă, numerarul deţinut de întreprindere se împarte în:

- *Rezerva operaţională* – necesarul zilnic de finanţare a activităţii operaţionale.
- *Rezerva de siguranţă* – pentru situaţii imprevizibile.
- *Rezerva de compensaţie* – minimul cerut de bancă, creditori.
- *Rezerva speculativă* – pentru achiziţiile la un preţ redus.

O primă sarcină a gestiunii numerarului este sincronizarea ieşirilor şi intrărilor de numerar, ceea ce permite reducerea soldului de mijloace băneşti în conturi.

O primă problemă este întârzierea plăţilor, ceea ce reduce încasările de numerar. Întârzierile pot fi datorate politicii de credit, proce-

durilor interne ale întreprinderii, sistemului bancar, sistemului poştal. Cu cât întârzierile sunt mai mici, cu atât soldul de numerar deţinut de întreprindere va fi mai mic.

Întreprinderile pot reduce soldul de mijloace băneşti prin deţinerea de investiţii financiare pe termen scurt, care pot fi vândute foarte rapid şi la un preţ apropiat de cel cu care au fost procurate. Avantajul acestor investiţii este siguranţa şi rentabilitatea pe care o oferă.

Gestiunea numerarului începe cu previziunea încasărilor şi plăţilor. Soldul prognozat aşteptat poate servi drept sold optim al numerarului la întreprindere. Cele mai populare modele de determinare a soldului optim de numerar sunt modelele Baumol şi Miller-Orr.

Modelul Baumol permite determinarea soldului optim de numerar. Acest model echilibrează costurile de oprtunitate apărute în urma deţinerii fondurilor sub formă de numerar, cu costurile de tranzacţie care apar atunci când trebuie plasată o nouă comandă de numerar.

Adoptând notaţiile:

C – suma optimă a numerarului ce va creşte prin vânzarea de titluri de plasament sau prin împrumutare;

$C/2$ – soldul mediu al numerarului;

F – costurile fixe ocazionate de vânzarea titlurilor sau obţinerea creditului;

T – suma totală a numerarului nou (ce urmează a intra în firmă pe căile arătate) necesar pentru efectuarea tranzacţiilor pe întreaga perioadă (de obicei un an);

k – costul oportunităţii păstrării (neinvestirii) numerarului; el este egal cu rata dobânzii la titlurile de plasament pe termen scurt (obligaţiuni ale statului, obligaţiuni municipale).

$$C = \sqrt{\frac{2 \times F \times T}{k}} \qquad (7.6)$$

Pentru ilustrarea modelului, presupunem că:

$F = 100$ lei,

T = 52 săptămâni x 10 mii lei/săptămână = 520 mii lei (pe an),
k = 5%,
atunci

$$C = \sqrt{\frac{2 \times 100 \times 520\,000}{0{,}05}} = 45\,600 \; lei$$

Interpretarea rezultatului de mai sus este că firma trebuie să vândă titluri în sumă de 45,6 mii lei, atunci când soldul numerarului se apropie de zero, crescând astfel soldul numerarului până la 45,6 mii lei. Numărul de operaţii de vânzare a titlurilor de plasament efectuate în decursul anului va fi egal cu:

$T : C$ = 520 000 : 45 600 = 11,4.

Adică, o dată în lună, entitatea va trebui să vândă titluri de plasament, sau să ridice de la contul de depozit câte 45 600 lei sau să apeleze la credite pe termen scurt în aceeaşi sumă.

Soldul mediu al numerarului în conturile firmei, în casierie, acreditive, documente băneşti etc. va fi egal cu:

$C : 2$ = 45 600 : 2 = 22 800 lei.

Modelul Miller-Orr este o dezvoltare a modelului Baumol şi utilizează o abordare de tipul controlului stocurilor, pentru a include costurile de comandă şi de deţinere a fondurilor sub formă de numerar datorită tranzacţiilor imprevizibile. Modelul determină limitele superioare şi inferioare pentru soldul de numerar, punctul de reînnoire al comenzii şi punctul de echilibru.

Obiectivul gestiunii îl constituie minimizarea costurilor totale aferente numerarului. Potrivit procedeelor de minimizare, diferenţa dintre limita superioară şi cea inferioară a numerarului (S), punctul de echilibru (R), limita superioară (H) şi soldul mediu al numerarului (SMN) se obţin cu formulele:

$$S = 3\left(\frac{3 \cdot F \cdot \sigma^2}{4k}\right)^{\frac{1}{3}} \quad (7.7); \qquad R = \frac{S}{3} + L \quad (7.8);$$

$$H = S + L \quad (7.9); \qquad SMN = \frac{4R - L}{3}, \quad (7.10);$$

unde: L – limita inferioară;
F – costul fix al tranzacţiilor;
k – costul oportunităţii păstrării numerarului;
σ^2 – variaţia netă zilnică a numerarului.

Fixarea limitei inferioare pentru soldul numerarului ce trebuie păstrat de firmă este, în mod clar, o chestiune subiectivă şi experienţa joacă un rol semnificativ în soluţionarea ei. În plus, la stabilirea acestei limite trebuie satisfăcute şi cerinţele impuse de bancă în acest domeniu (dacă aceste cerinţe există).

La estimarea variaţiei fluxurilor de numerar, se poate folosi metoda observaţiei, înregistrându-se intrările şi ieşirile nete zilnice de numerar pentru o perioadă de, să zicem, 100 de zile şi calculându-se apoi variaţia acestor 100 de observaţii. Această metodă va necesita actualizarea datelor, în special dacă fluxurile nete de numerar sunt instabile în timp. Un alt aspect ce trebuie luat în considerare la efectuarea acestor calcule este impactul efectelor sezoniere, care pot, de asemenea, necesita ajustarea estimării variaţiei.

La determinarea costurilor de tranzacţie, managerul financiar poate folosi datele privind plăţile circulante făcute de firmă prin cumpărarea sau vânzarea unor titluri de plasament.

Costurile cu dobânda pot fi obţinute pe baza datelor privind veniturile aferente valorilor mobiliare pe termen scurt cu grad mare de garanţie, venituri ce sunt disponibile în mod circulant pe piaţă. Managerul financiar poate să folosească şi rata dobânzii previzionată pentru perioada de planificare, dacă se aşteaptă o fluctuaţie semnificativă a nivelurilor circulante ale ratei dobânzii.

Vom ilustra în continuare, calcularea elementelor din modelul Miller-Orr pe baza datelor privind fluxurile de numerar ale C.C. „M.Hidromaşexim" S.A.:

- soldul minim al numerarului – 20 mii lei;
- variaţia fluxurilor zilnice de numerar = 9 mii lei (de aici, deviera standard, = 3 mii lei pe zi);

- rata dobânzii = 0,06% pe zi, adică 22% pe an;
- costul mediu al tranzacţiilor = 20 lei, adică costul pentru cumpărarea sau vânzarea unei valori mobiliare.

Utilizând datele de mai sus, putem calcula diferenţa dintre limita superioară şi cea inferioară a soldului numerarului cu formula:

Limita superioară, *H*, se obţine astfel: $H=S+L$

$$S=3\sqrt[3]{\frac{3\cdot 20\cdot 9000}{4\cdot 0{,}0006}}=18\,246\ lei$$

H = limita inferioară + ecartul dintre limite = 20 000 + 18 246 = 38 246 lei.

Punctul de echilibru, *R*, se obţine cu ecuaţia:

$$R=\frac{S}{3}+L=20\,000+\frac{18\,246}{3}=26\,082\ lei$$

$$SMN=\frac{4R-L}{3}=\frac{4\cdot 26\,082-20\,000}{3}=28\,109\ lei.$$

Pe baza datelor de mai sus şi a rezultatelor obţinute cu modelul Miller-Orr, putem trage următoarea concluzie. Dacă soldul numerarului creşte la 38 246 lei, investiţia în titluri de plasament negociabile este de 10 137 lei (38 246 – 28 109), dacă soldul numerarului scade la 20 000 lei, se vor vinde titluri de plasament în sumă de 8 109 lei (28 109 – 20 000) pentru a readuce soldul numerarului la punctul de echilibru.

VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

1. Exprimaţi esenţa şi conţinutul gestiunii activelor circulante.
2. Identificaţi factorii care determină nivelul activelor circulante la întreprindere.

3. Realizaţi o descriere comparativă a celor trei tipuri de politici de gectiune a activelor ciculante.
4. Caracterizaţi politicile de finanţare a activelor circulante.
5. Prezentaţi indicatorii care exprimă eficienţa utilizării activelor circulante.
6. Relataţi despre metodele de gestiune a activelor circulante la întreprindere.
7. Prezentaţi modalităţi de estimare a stocului/soldului optim al activelor circulante.
8. Relataţi despre necesitatea gestiunii creanţelor la întreprindere.
9. Aduceţi argumente în susţinerea gestiunii numerarului la întreprindere.
10. Argumentaţi structura activelor circulante în funcţie de ramura de activitate.
11. Propuneţi măsuri de optimizare a stocurilor şi a numerarului.



APLICAŢII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

Aplicaţia 1. Determinaţi mărimea optimă a unei livrări (EOQ) şi costurile totale de întreţinere a stocului, dacă cunoaştem:

- necesarul anual constuie 60 000 unităţi de materie primă A;
- preţul unei unităţi de materie primă A este de 30 de lei;
- cheltuielile de comandă 90 de lei pe comandă;
- cheltuielile de păstrare sunt 20% din preţ;
- stocul de siguranţă este zero.

Comentaţi rezultatele obţinute. Care sunt restricţiile în vederea utilizării acestui model de gestiune a stocurilor?

Aplicația 2. Cunoaștem următoarele informații:

- rentabilitatea unui titlu de valoare pe termen scurt constituie 5% anual;
- chletuielile de organizare (efectuare) de vânzare/cumparare a acestor titluri pe termen scurt alcătuiesc 50$ pentru fiecare tranzacție;
- variația zilnică a numerarului la întreprindere reprezintă 1 500 $;
- nivelul minim al soldului de numerar la întreprindere constituie 1000 $.

Determinați soldul optim de numerar al întreprinderii, precum și soldul maxim. Comentați rezultatele obținute.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Dragotă, V., Obreja, L. *Management financiar. Politici financiare de întreprindere.* Vol. II. București: Ed. Economică, 2013.
2. Dobrotă, G. *Gestiunea financiară a întreprinderii.* Craiova: Spirit Românesc, 2003.
3. Dumitru, M. *Gestiunea financiară a întreprinderii. Teste grilă, Răspunsuri, Aplicații, Probleme.* Ed. a II-a. București: Editura Fundației România de Mâine, 2005.
4. Fădur, C., Ciotină, D., Mironiuc, M. Studiu explorator privind politica de credit comercial a întreprinderilor românești. În: *Economie teoretică și aplicată.* Vol. XVIII, 2011, nr.4 (557), p. 15-34.
5. Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian.* București: Editura Economică, 1998.
6. Manolescu, G. *Managementul financiar.* București: Editura Economică, 2005.
7. Luca, G., Olariu, N. *Elemente de management financiar.* Iași: Dosoftei, 2004.

8. POLITICA DE DIVIDEND A ÎNTREPRINDERII

8.1. Esența și factorii determinanți ai politicii de dividend
8.2. Modul de plată al dividendelor
8.3. Principalele tipuri ale politicii de dividend și indicatorii de evaluare a politicii de dividend

Obiective:

- să definească esența politicii de dividend și să identifice factorii de influență;
- să cunoască modul de plată al dividendelor, conform legislației Republicii Moldova;
- să determine valoarea dividendului la o acțiune ordinară și privilegiată;
- să analizeze influența politicii de dividend asupra politicii de finanțare și asupra structurii capitalului propriu.

Concepte de bază: *dividend; politică de dividend; rata dividendului.*

8.1. Esența și factorii determinanți ai politicii de dividend

Politica de dividend este o parte componentă a politicii financiare a entității economice.

Dividendul reprezintă remunerarea, cuvenită unei acțiuni în decurs de un an, și este de asemenea o formă de participare a acționarilor la împărțirea profitului societății comerciale pe acțiuni. Orice deținător de acțiuni are dreptul de a primi dividende din partea societății, dar societatea este autorizată să repartizeze dividendele cu respectarea a două condiții:

- ✓ să dispună de suficient profit, încât distribuirea dividendelor să nu afecteze situația societății, să nu descrească capitalizarea bursieră permanentă a societății, iar suma dividendelor să nu depășească totalul profitului prevăzut acestei destinații;
- ✓ distribuirea dividendelor să nu afecteze lichiditățile financiare ale societății comerciale pentru a pune în pericol siguranța creditorilor săi ale căror creanțe devin scadente [3].

Dividendul semnalează despre o activitate performantă a entității, în capitalul căreia s-au investit resurse financiare.

Politica de dividend reprezintă ansamblul deciziilor și tehnicilor folosite pentru determinarea nivelului dividendelor, ce pot fi distribuite acționarilor. Ea determină împărțirea profiturilor obținute în plăți către acționari și în fonduri reținute pentru a fi reinvestite în afaceri. Profiturile acumulate reprezintă una dintre cele mai semnificative surse de finanțare a creșterii întreprinderilor, iar dividendele constituie fluxurile de numerar datorate acționarilor.

Politica dividendelor nu trebuie privită doar din punctul de vedere al dimensiunii ei bănești, ci trebuie privită și din punctul de vedere al impactului psihologic produs pe piața financiară. O remunerare substanțială va conduce la creșterea interesului nu numai de a cumpăra acțiuni la acea firmă, ci chiar de a participa la achiziționarea de noi titluri

în cazul unei noi emisiuni de acțiuni. O remunerare slabă va determina vechii acționari să-și vândă titlurile și să-și plaseze capitalurile în alte afaceri mai profitabile, firma respectivă devenind neatractivă [3].

Politica de dividend stabilește ce parte din profitul net va fi pusă la dispoziția proprietarilor (acționarilor, investitorilor) în calitate de fond de dividende, adică este vorba despre indicatorul *rata dividendului.*

Partea rămasă din profitul net este sursa de autofinanțare a activității economice a entității. Politica de dividend poate provoca mai multe efecte. Pe de o parte, alocarea unei cote mari din profitul net în fondul de dividende restrânge posibilitățile de autofinanțare, și pentru dezvoltarea sa entitatea economică va fi nevoită să apeleze la capital de împrumut. Pe de altă parte, entitatea economică asigură fidelitatea acționarilor, are o reputație favorabilă în piața financiară și este atractivă pentru potențialii investitori.

De aceea, în fața managementului financiar al entităților economice se pune problema de a determina o politică optimă a dividendelor, care să echilibreze interesele proprietarilor privind remunerarea capitalurilor investite cu interesul entității economice de a se dezvolta în baza celor mai mici costuri de capital. Elaborarea și aplicarea politicii optime de dividend va contribui la realizarea obiectivului principal al managementului financiar – maximizarea valorii de piață a enitității economice.

Politica de dividend a unei companii are următoarele obiective:

- stabilitatea cursului acțiunilor. Acest obiectiv va fi realizat în cazul asigurării unor dividende stabile acționarilor, ce îi va determina să-și păstreze acțiunile și să nu le pună în vânzări în masă pe piața financiară;
- asigurarea creșterii economice durabile. Realizarea acestui obiectiv presupune investiții în proiecte economice, tehnologice, sociale. Pe de o parte, investițiile necesită finanțarea (inclusiv din profitul net), dar performanțele așteptate vor contribui și la dividende stabile, și crescătoare pe viitor;

- menţinerea solvabilităţii şi încrederii altor participanţi ai pieţei (creditori, furnizori, cumpărători) – ce este important pentru entitate din punctul de vedere că, în caz de necesitate, aceasta să poată să atragă de pe piaţa de capital şi alte surse de finanţare (credit bancar, credit comercial etc.).

Determinarea politicii de dividend depinde de diferiţi factori – restricţii, ce pot fi divizaţi în următoarele categorii:

I. Situaţia financiară a entităţii economice, cum ar fi: valoarea profitului net, gradul de lichiditate şi solvabilitate, gradul de îndatorare.

II. Preferinţele proprietarilor (acţionarilor). O parte din acţionari preferă dividendele curente şi o stabiltate în venituri; o altă parte de acţionari poate să renunţe la dividendele curente, să accepte investiţii în dezvoltarea economică, aşteptând venituri superioare în viitor.

III. Influenţa pieţei, ce se manifestă prin modificarea ratei dobânzii în piaţa financiară; schimbări în cerere şi ofertă la produse (servicii) oferite de entitatea economică; nivelul preţurilor la factorii de producţie (resurse energetice, resurse umane).

În funcţie de valoarea ratei dividendului, se cunosc următoarele tipuri ale politicii de dividend:

- scăzută – dacă rata dividendului nu depăşeşte 20% din profitul net;
- puternică – dacă rata dividendului este mai mare de 60% din profitul net.

Specialiştii din domeniu consideră că o politică de dividend cu rata dividendului 40% este destul de raţională şi are efecte favorabile asupra valorii de piaţă a întreprinderii.

Exemplul 8.1. *O societate pe acţiuni examinează două proiecte investiţionale în vederea dezvoltării procesului tehnologic. Primul proiect necesită reinvestirea celor 60% din profitul net şi asigură creşterea profitului în viitor – 12%; al doilea proiect necesită 45% din*

profitul net și asigură creșterea profitului net cu 10%. Valoarea profitului net în anul de gestiune a alcătuit 2 mil. lei. Rentabilitatea cerută de investitori – 13%. De ales o politică de dividend mai avantajoasă.

Rezolvare:

Se va determina valoarea averii totale a acționarilor care include două componente:

a) fondul de dividende;

b) valoarea acțiunilor.

1) Fondul de dividende în cazul primului proiect:

(2 000 000 lei x 40%) : 100% = 800 000 lei

Fondul de dividende în cazul celui de-al doilea proiect:

(2 000 000 x 55%) : 100% = 1 100 000 lei

2) Valoarea acțiunilor se va determina după formula:

$$V_t = \frac{FD(1+g)}{r-g} \qquad (8.1)$$

unde: *Vt* – valoarea acțiunilor;

FD – fondul de dividende;

g – ritmul de creștere a profitului;

r – rentabilitatea cerută de investitori.

V_t la primul proiect = $\frac{(800\,000\ (1+0{,}12)}{0{,}13-0{,}12}$ = 89 600 000 lei;

V_t la al doilea proiect = $\frac{1\,100\,000\ (1+0{,}10)}{0{,}13-0{,}10}$ = 40 333 333 lei.

3) Valoarea averii totale a acționarilor:

La primul proiect: 800 000 + 89 600 000 = 90 400 000 lei;

La al doilea proiect: 1 100 000 + 40 333 333 = 41 433 333 lei.

Concluzie: la realizarea primului proiect, valoarea averii totale a acționarilor este mai mare, de acea acționarii vor accepta acest proiect de investiții.

8.2. Modul de plată al dividendelor

Investitorul, din momentul achiziției sale, așteaptă un randament atractiv regulat. Dividendul se va forma din anumite exerciții financiare, ce au la bază profitul net. Din profitul net obținut în urma activităților performante se vor completa rezervele, prevăzute de legislația în vigoare. Apoi profitul net va fi divizat în două părți:

a) pentru remunerarea acționarilor;

b) pentru reinvestire în activitatea economică a companiei.

Din prima parte se va forma fondul de dividende, din care în primul rând se vor plăti dividende la acțiuni privilegiate conform ratei de dividend, care s-a stabilit în momentul emiterii acțiunilor privilegiate (în % de la valoarea nominală a lor). Restul primei părți este fondul de dividend pentru deținătorii acțiunilor ordinare și se distribuie proporțional numărului de actiuni.

Dividendele se plătesc cu o anumită periodicitate. Procedura de achitare a dividendelor este tipică și se realizează în câteva etape.

I. Data declarării – este data la care Consiliul directorilor sau Adunarea Generală a Acționarilor declară decizia privind plata dividendelor. Decizia respectivă va reflecta următoarele aspecte:

- rata dividendelor;
- data înregistrării acționarilor;
- data efectuării plății dividendelor;
- forma de plată a dividendelor.

II. Data înregistrării acționarilor – este data la care se formează lista acționarilor ce dispun de dreptul de a primi dividende. Necesitatea în această înregistrare este condiționată de faptul că componența acționarilor poate fi modificată în urma tranzacțiilor în piața financiară. De regulă, data înregistrării acționarilor se stabilește cu 2-4 săptămâni până la data efectuării plății dividendelor.

III. Data ex-dividend. Se stabilește cu scopul de a identifica cine dintre acționarii actuali are dreptul de a ridica dividende. Persoanele

care au cumpărat acțiunile până la data aceasta dispun de dreptul la dividende pentru perioada expirată; persoanele ce au cumpărat acțiunile în această zi și mai târziu de așa drept nu dispun. Data ex-dividendului se stabilește cu 4 zile lucrătoare până la data înregistrării.

IV. Data efectuării plății – este data în care se expediază cecurile acționarilor, sau dividendele pot fi nemijlocit ridicate de către acționari.

Societățile pe acțiuni au dreptul de a declara plata dividendelor trimestrial, semestrial și o dată pe an.

Decizia privind plata dividendelor intermediare (în decursul anului de gestiune), proporția lor, forma de plată se adoptă de Consiliul de Directori (Consiliul de Observatori). Hotărârea privind dividendele anuale se adoptă de către Adunarea Generală a Acționarilor – la recomandarea Consiliului de Directori. Proporția dividendelor anuale nu va depăși pe cea recomandată de Consiliul de Directori și va fi nu mai mică decât mărimea dividendelor intermediare. Dividendul se stabilește în procente față de valoarea nominală a acțiunii sau în lei la o acțiune. Pentru acțiuni privilegiate (preferențiale), mărimea dividendului se stabilește în momentul emisiei. Dividendul se plătește în formă monetară, dar în cazuri prevăzute de Statutul societății și în alte forme: naturală (produse, mărfuri) și cu acțiuni.

Dividendul se plătește cu acțiuni în cazul când:

a) entitatea este profitabilă, dar are probleme cu lichidități și ca să se evite conflictul cu acționarii lor li se eliberează acțiuni;
b) entitatea economică are o dezvoltare dinamică și are nevoie de capital. Acționarilor li se propune să plaseze dividendele cuvenite în proiecte de dezvoltare economică, promițătoare de profit sporit, totodată crescându-și numărul de acțiuni.

Dividendele se plătesc prin cec, prin dispoziție de plată sau prin transfer către companie, sau de banca comercială.

Exemplul 8.2. *Să se calculeze dividendele cuvenite în baza următoarelor date, înregistrate în contabilitatea financiară. Capitalul social al unei societăți pe acțiuni este de 5 000 000 lei și este format din:*

a) 1 500 acțiuni preferențiale cu valoarea nominală de 1 000 lei. Dividendul la această acțiune este stabilit în proporție de 10% de la valoarea nominală;

b) 700 de acțiuni ordinare cu valoarea nominală de 5 000 lei.

Politica de dividende a acestei societăți pe acțiuni prevede că în fondul de dividende se vor distribui 35% din profitul net. Profitul net la finele anului de gestiune a alcătuit 700 000 lei.

Rezolvare:

1) Se va determina valoarea fondului de dividende:
(700 000 lei × 35%) : 100% = 245 000 lei;

2) Se va calcula valoarea dividendului pe o acțiune privilegiată:
(1000 lei × 10%) : 100% = 100 lei;

3) Se va forma fondul de dividende pentru acțiuni privilegiate:
1500 buc. × 100 lei = 150 000 lei;

4) Se va forma fondul de dividende pentru acțiuni ordinare:
245 000 lei – 150 000 lei = 95 000 lei;

5) Se va calcula valoarea dividendului pe o acțiune ordinară:
95 000 lei : 700 buc. = 135,71 lei.

Răspuns: dividendul pe o acțiune preferențială a alcătuit – 100 lei; dividendul pe o acțiune ordinară a alcătuit – 135,71 lei.

Exemplul 8.3. *O societate pe acțiuni a decis să plătească dividendele cu acțiuni în proporție de 6%. Capitalul propriu al entității economice, conform datelor din Bilanț, este prezentat în modul următor:*

1. Capitalul social – 42 500 000 lei, din care:
acțiuni privilegiate – 5 000 000 lei (200 000 unit. cu valoarea nominală de 25 lei);
acțiuni ordinare – 37 500 000 lei (2 500 000 unit. cu valoarea nominală de 15 lei).

2. Rezerve (15% de la capitalul social) – 6 375 000 lei.
3. Profitul nerepartizat – 14 000 000 lei.

Total capital propriu 62 875 000 lei.

Prețul de piață al unei acțiuni ordinare constituie 18 lei. Cum se va modifica structura capitalului propriu în urma plății dividendelor cu acțiuni?

Rezolvare:

1) Dividendul anunțat înseamnă că suplimentar se vor emite acțiuni ordinare în număr de:

(2 500 000 buc. × 6%) : 100 % = 150 000 buc;

2) Se va determina valoarea acestor acțiuni nou-emise:

150 000 buc. × 18 lei = 2 700 000 lei;

3) Aceste 2 700 000 lei se vor repartiza în modul următor:

a) în capitalul social se va trece valoarea de:

150 000 buc. × 15 lei = 2 250 000 lei;

b) se va forma capitalul suplimentar (deoarece prețul de piață al acțiunii ordinare este mai mare decât valoarea ei nominală):

2 700 000 – 2 250 000 = 450 000 lei.

4) Deoarece în așa exerciții se impune condiția de a păstra nemodificată valoarea totală a capitalului propriu, profitul nerepartizat se micșorează:

14 000 000 – 2 700 000 lei = 11 300 000 lei.

În urma acestor exerciții se va forma o nouă structură a capitalului propriu:

1. Capitalul social – 44 750 000 lei;
   Din care: acțiuni privilegiate (nu s-a modificat) – 5 000 000 lei;
   acțiuni ordinare (2 650 000 buc. × 15 lei) – 39 750 000 lei;
2. Capitalul suplimentar – 450 000 lei;
3. Rezerve (15% de la capitalul social) – 6 712 500 lei;
4. Profitul nerepartizat – 10 962 500 lei;
5. Total capital propriu – 62 875 000 lei.

8.3. Principalele tipuri ale politicii de dividend şi indicatorii de evaluare a politicii de dividend

În statele cu o piaţă de capital dezvoltată, sunt practicate mai multe politici de dividend, astfel incât managerii pot alege variante alternative de distribuire a profitului net obţinut de societate, satisfăcând o categorie sau alta de acţionari.

O companie poate opta pentru una din următoarele tipuri de **politici de dividend**:

Politica dividendelor reziduale. Aceasta declară că o firmă trebuie să facă următorii paşi pentru a decide proporţia din profituri distribuită sub formă de dividende: (1) determinarea bugetului optim de investiţii; (2) determinarea capitalului necesar pentru finanţarea acestui buget; (3) utilizarea profiturilor acumulate în cadrul capitalului propriu, pe cât posibil şi (4) plata de dividende, numai dacă profiturile obţinute sunt mai mari decât cele necesare realizării investiţiilor propuse.

Această metodă porneşte de la premisa că investitorii preferă ca firma să reţină şi să reinvestească profiturile, dacă rata de rentabilitate, pe care o obţine din această reinvestire este mai mare decât rata de rentabilitate pe care investitorii o pot obţine din alte investiţii cu un grad comparabil de risc. În cazul în care firma se află în situaţia unor oportunităţi de investiţii foarte bune, atunci această politică de dividend îi va dezavantaja pe cei care preferă acordarea unei părţi bune din profitul net sub formă de dividende.

Dividende constante sau progresiv crescătoare. Această politică prevede acordarea de dividende în sumă constantă sau cu o rată de creştere constantă (aceasta, de regulă, se ajustează cu rata inflaţiei). Prin modul de funcţionare, acordarea de dividende prin această metodă presupune stabilitate monetară şi stabilitate economică în general. Este mai mult practicată în statele dezvoltate.

Raţiunile care stau la baza acestei politici sunt de natură să atragă investitorii, ţinând cont de preferinţele acestora pentru stabilitate. Ast-

fel, investitorii conferă o valoare mai mare dividendelor, pe care sunt siguri că le vor primi. Dividendele fluctuante (reziduale) au un grad de risc mai ridicat, ceea ce determină o apreciere mai mică în piață a acțiunilor respective. În această ordine de idei, mulți acționari utilizează sumele primite ca dividend pentru cheltuielile curente, iar aceştia preferă să își poată planifica cheltuielie lor în funcție de venituri stabile. Ei sunt puși în situații neplacute dacă sunt nevoiți să-și lichideze o parte din deținere pentru a face rost de numerar.

Rata constantă a dividendelor. Este posibil ca o firmă să urmeze o politică de dividende, care să se caracterizeze printr-o proporție constantă din profituri distribuită sub formă de dividende. Această politică este în dezavantajul investitorilor, atunci când profiturile sunt mici. Nu are un grad mare de predictibilitate ca și cea a dividendelor progresiv crescătoare, însă realizează un compromis între interesele societății și cele ale acționarilor. Pe de o parte, societatea își poate gestiona mai bine profiturile obținute, nesuportând povara unui dividend fix în perioadele cu profit mai mic. Ea își poate planifica mai bine investițiile viitoare sau angajamentele încheiate cu furnizorii. Pe de altă parte, investitorii chiar dacă nu se așteaptă la o sumă constantă acordată ca dividend, pot estima dimensiunea acestuia pornind de la profiturile trimestriale înregistrate de companie, coroborate (susținute) cu bugetul de venituri și de cheltuieli. Dacă, de exemplu, prevederile din bugetul de venituri și cheltuieli privind profitul net sunt depășite la finalul trimestrului al treilea, șansele ca întregul profit estimat să fie realizat, sunt ridicate și, ca atare, investitorii pot estima valoarea dividendului, ce urmează să-l obțină. Sunt îndeplinite astfel atât cerințele companiei privind o bună autofinanțare, cât și înclinația spre stabilitate a veniturilor investitorilor.

Dividende regulate de valoare scăzută plus surplusuri. O astfel de politică de dividend reprezintă de fapt un compromis între plata unui dividend stabil, sau cu rata de creștere stabilă, și o proporție constantă din profit distribuită sub formă de dividende. Pentru firmă,

avantajul este o mai mare flexibilitate, iar pentru investitori, siguranţa încasării cel puţin a unei sume minime din dividende.

Conducerea firmei poate stabili o valoare mică pentru dividendul regulat, astfel încât să poată fi plătită chiar şi în anii cu profituri mici, iar apoi să suplimenteze această sumă cu un extradividend, în anii în care există disponibile fonduri în exces. Acest dividend suplimentar constituie un adevărat semnal pentru investitori că societatea obţine profituri considerabile. Dacă firma plăteşte acest dividend suplimentar an după an, plata lui devine o obişnuinţă pentru investitori. Eliminarea lui va avea ca efect diminuarea preţului acţiunilor în piaţă, deşi iniţial era perceput ca un surplus.

În practică, societăţile pot utiliza alternativ anumite politici de dividend, în funcţie de contextul economic sau de oportunităţile de afaceri ale lor. În ţara noastră, definirea clară a unei politici de dividend este greu de realizat, având în vedere particularităţile economiei autothone. Multe societăţi cu activitate productivă se confruntă cu active fixe uzate fizic şi moral şi cu supradimensionarea forţei de muncă. Toate acestea necesită restructurări, care fac dificilă stabilirea unui plan pe termen lung privind dividendele.

Politica de dividend poate şi trebuie să fie examinată în cadrul managementului financiar. În acest scop, se utilizează un sistem de indicatori specifici:

1. *Rata distribuirii dividendelor* =

$$\frac{\textit{Volumul total al dividendelor plătite într-un an}}{\textit{profitul net anual}}$$

2. *Dividende la o acţiune* =

$$\frac{\textit{Volumul total anual al dividendelor plătite}}{\textit{numărul acţiunilor emise}}$$

3. *Rata creşterii dividendelor* =

$$\frac{\textit{Dividendul anului de gestiune}}{\textit{Dividendul anului precedent}}$$

4. *Rentabilitatea capitalului investit în acțiuni* =

$$\frac{\textit{Dividend / acțiune}}{\textit{Valoarea nominală a unei acțiuni}} \times 100\,\%$$

5. *Randament pe acțiune* =

$$\frac{\textit{Dividend / acțiune}}{\textit{Valoarea bursieră a acțiunii}}$$

Analiza în dinamică a acestor indicatori le permite managerilor financiari ai companiilor să aprecieze situația companiei pe piața hârtiilor de valoare. Rezultatele analizei politicii de dividend vor fi utile și investitorilor – atât celor actuali, cât și celor potențiali. Ei vor putea să ia decizii cu privire la menținerea acțiunilor, vânzarea sau procurarea hârtiilor de valoare ale anumitei societăți pe acțiuni.



VERIFICAȚI-VĂ CUNOȘTINȚELE

1. Expuneți esența politicii de dividend a întreprinderii.
2. Prezentați modalitatea de estimare a ratei dividendului.
3. Numiți obiectivele politicii de dividend.
4. Identificați factorii de influență (restricțiile) asupra politicii de dividend.
5. Prezentați trei factori care ar trebui luați în considerare, atunci când se analizează efectele politicii de dividende asupra costului capitalului propriu.
6. Relatați despre modul cum se specifică politica de dividend în funcție de rata dividendului.
7. Caracterizați politica dividendelor reziduale.
8. Explicați logica politicii de dividende reziduale, etapele prin care trebuie să treacă o companie pentru a implementa această politică și care este motivul că această politică va fi probabil mai utilizată, pentru a stabili o rată de plată a dividendelor pe termen lung decât pentru o stabilire a acesteia strict de la un an la altul.

9. Descrieți politica de plată a dividendelor constant sau uniform crescătoare și dați trei motive pentru care o companie ar putea să urmeze o astfel de politică.
10. Caracterizați politica dividendelor regulate de valoare scăzută plus surplusuri și aduceți motive pentru care o companie ar putea să urmeze o astfel de politică.
11. Stabiliți ce momente principale trebuie să fie prezentate în decizia adunării generale cu privire la plata dividendelor.

APLICAȚIE PROPUSĂ PENTRU REZOLVARE

Selectați care din alternativele decizionale de repartiție a profitului va duce la maximizarea valorii entității, cunoscând că în perioada de gestiune entitatea economică a înregistrat un profit în sumă de 155 mii de lei. Entitatea poate și în continuare să activeze în același regim, realizând același profit sau să reinvestească o parte din acesta.

Sunt examinate următoarele alternative de înzestrare tehnico-materială a întreprinderii (de investiții):

Cota profitului reinvestit, %	Ritmul de creștere a profitului, %	Rentabilitatea cerută de acționari, %
0	0	12
10	5	14
25	15	20
40	25	30

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Aghelache, G. *Piața de capital. Caracteristici, evoluții, tranzacții*. București: Ed. Economică, 2004.

2. Botnari, N. *Finanţele întreprinderii.* Chişinău: Tipografia Centrală, 2006.
3. Dragotă, V. *Politica de dividend.* Bucureşti: C.H. Bech, 2003.
4. Legea Republicii Moldova privind societăţile pe acţiuni nr. 1134 din 02.04.1997. În: *Monitorul Oficial,* nr. 38-39, art. 332.
5. Ковалев, В.В. *Финансовый менеджмент: теория и практика.* Москва: Проспект, 2006. 1016 с.

9. GESTIUNEA RISCURILOR FINANCIARE

9.1. Conceptul şi clasificarea riscurilor

9.2. Analiza şi măsurarea riscurilor financiare

9.3. Gestiunea riscurlor financiare

Obiective:

- să descrie natura obiectivă a riscurilor în activitatea economico-financiară a întreprinderii în condiţiile de piaţă;
- să clasifice riscurile ce pot afecta activitatea economico-financiară a întreprinderii;
- să descrie etapele procesului de gestiune a riscului la întreprindere;
- să cunoască şi să identifice riscurile financiare, metodele de gestionare a diferitelor tipuri de risc financiar, instrumentele de gestionare a riscului financiar;
- să estimeze impactul riscurilor financiare şi să propună măsuri de gestionare a acestora.

Concepte de bază: *risc; probabilitate; incertitudine; certitudine; risc pur; risc speculativ; risc financiar; risc operaţional; risc investiţional; gestiunea riscurilor.*

9.1. Conceptul şi clasificarea riscurilor

Deciziile şi procesele economico-financiare nu pot fi tratate fără luarea în considerare a influenţei unor riscuri şi incertitudini, dat fiind faptul că toate activităţile umane, deci şi cele investiţionale, se pot desfăşura în trei situaţii:

- situaţia de certitudine;
- situaţia de risc;
- situaţia de incertitudine.

Situaţia de certitudine este considerată acea situaţie în care se spune că este posibilă o cunoaştere exactă a fenomenelor şi a factorilor economici şi financiari. Se consideră că se poate vorbi de un control riguros asupra momentului apariţiei şi asupra efectelor obţinute, adică, ceea ce, din punct de vedere matematic, în teoria probabilităţilor înseamnă o probabilitate de apariţie şi evoluţie a acelor fenomene egală cu unu.

Situaţia de risc este situaţia în care, cu o probabilitate matematică mai mare decât zero, dar mai mică decât unu, se poate determina apariţia şi evoluţia unor procese, fenomene, venituri, cheltuieli etc., într-o anumită perioadă dată, pentru o oarecare activitate.

Situaţia de incertitudine înseamnă un complex de condiţii şi factori neidentificabili sau imprevizibili, ca moment de apariţie şi manifestare, sau care, chiar dacă sunt identificaţi şi previzibili, devin incontrolabili, datorită instabilităţii lor, astfel că probabilitatea matematică de luare a lor în calcul este egală cu zero.

Cel mai des întâlnite sunt situaţiile de risc, ceea ce presupune că întreprinderea sau investitorul este în stare să determine nivelul acestui pericol de obţinere a unor rezultate nefavorabile în urma activităţii efectuate. Acest pericol de pierderi se defineşte ca risc comercial. Parte componentă a riscului comercial sunt riscurile financiare, care sunt direct legate de pierderile financiare.

Riscurile comerciale se împart în două categorii de riscuri: riscuri curate (pure) şi riscuri speculative. *Riscurile pure* subînţeleg posibilitatea opţinerii pierderii sau a rezultatului nul. *Riscurile speculative* sunt exprimate în posibilitatea obţinerii atât a rezultatelor pozitive, cât şi a celor negative.

Riscurile financiare sunt riscuri speculative. Entitatea economică efectuând o investire de capital, sau a altei operaţiuni financiare, din start cunoaşte că drept rezultat al operaţiunii sunt posibile doar două variante: profit sau pierdere. Particularitatea de bază a riscurilor financiare constă în posibilitatea obţinerii pierderilor ca rezultat al efectuării operaţiunilor în sferele financiar-creditare, efectuarea operaţiunilor cu titlurile financiare etc.

Riscurile sunt clasificate şi grupate după o serie de criterii. Tipoligia acestora este complexă. Există o multitudine de tipuri de riscuri financiare. Unele tipuri de riscuri au existat dintotdeauna, altele au apărut recent.

Expunerile la diverse tipuri de riscuri sunt diferite: unele sunt mai mari, altele mai mici, unele riscuri sunt frecvente, poate chiar permanente, altele mai rare. Expunerile la risc pot fi certe şi condiţionate – depind de un element, factor, eveniment etc.

În prezent nu există o delimitare riguroasă a tipurilor de risc, deoarece un astfel de demers este extrem de complicat şi complex. În plus, în timp apar noi expuneri la riscuri sau unele riscuri care au fost neglijate sunt trecute în evidenţă în categoria celor care necesită o atenţie deosebită.

Totuşi una din clasificările riscurilor financiare este împărţirea lor în două categorii de bază:

- *riscurile legate de puterea de cumpărare a banilor;*
- *riscurile legate de investirea capitalului sau riscuri investiţionale.*

Riscurile legate de puterea de cumpărare a banilor sau de variaţia lor include următoarele tipuri de riscuri: riscul inflaţiei, riscul deflaţiei riscurile valutare şi riscurile de lichiditate.

Riscul inflaţiei subînţelege riscul, când prin creşterea inflaţiei veniturile obţinute se devalorizează mai repede decât ele cresc, în aceste condiţii agentul economic suferind pierderi însemnate.

Riscul de deflaţie rezultând din creşterea puterii de cumpărare a banilor ca rezultat duce la reducerea preţurilor.

Riscurile de lichiditate sunt riscurile legate de pierderile probabile la realizarea produselor, mărfurilor sau titlurilor de credit din motivul schimbării evaluării sau aprecierii calităţii lor şi preţurilor de vânzare. Riscul de lichiditate capătă în Moldova o mare importanţă şi o actualitate deosebită, pe măsura privatizării şi dezvoltării pieţei bursiere.

Riscurile investiţionale, la rândul lor, includ următoarele tipuri de riscuri:

- riscul câştigului ratat;
- riscul diminuării veniturulor;
- riscul pierderilor financiare directe.

Riscul câştigului ratat este riscul indirect de la nerealizarea sau neefectuarea unei operaţiuni financiare, astfel de operaţiuni sunt ca exemplu operaţiunea de investire, de asigurare, de cumpărare etc.

Riscul micşorării veniturilor poate apărea ca rezultat al modificării mărimii ratei dobânzii la credite şi a dividendelor pe investiţiile de portofoliu. Acest risc include în sine riscul ratei dobânzii şi riscul de credit. La rândul său, riscul de credit include: riscul de selecţie, riscul de bursă şi riscul de faliment.

Riscul de selecţie este riscul alegerii plasării incorecte a banilor într-o investiţie, în locul plasării banilor în alte investiţii mult mai profitabile şi mai puţin riscante.

Riscul de bursă reprezintă pericolul pierderilor de la tranzacţiile bursiere, cauzat de instabilitatea burselor.

Riscul de faliment constă în pericolul pierderii de către agentul economic a capitalului propriu şi pierderea capacităţii întreprinderii de a face faţă angajamentelor asumate faţă de terţi, ca rezultat firma falimentează. După adoptarea Legii cu privire la faliment, în Republica

Moldova a început procesul de recunoaştere a insolvabilităţii subiecţilor economici.

Să urmărim schematic aceste clasificări:

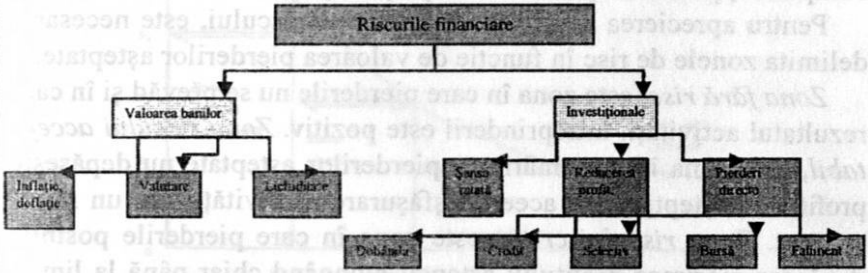


Fig. 9.1. Tipoligia riscurilor financiare

9.2. Analiza şi măsurarea riscurilor financiare

Scopul analizei riscurilor constă în pregătirea şi prezentarea informaţiilor şi datelor pentru luarea unor decizii în scopul efectuării unor operaţuni economice luând în calcul măsurile de protecţie necesare pentru prevenirea pierderilor financiare posibile.

Analiza riscurilor se poate efectua cu procedee de analiză: cantitativă şi calitativă. Analiza *calitativă* este considerată relativ mai simplă, obiectivul de bază al ei fiind determinarea factorilor de influenţă a riscului, etapele exerciţiului care sunt expuse la risc şi identificarea acestor riscuri. *Analiza cantitativă* a riscului presupune determinarea cantitativă a mărimii riscurilor respective, fiind o problemă mai complicată.

Toţi factorii care influenţează asupra mărimii riscurilor îi putem împărţi în obiectivi şi subiectivi. *Factorii obiectivi* sunt factorii care nu depind direct de însăşi firmă, ca exemplu inflaţia, concurenţa, taxele vamale, cursul valutar, crizele economice etc. *Factorii subiec-*

tivi sunt factorii ce caracterizează o firmă concretă, astfel de factori sunt: potenţialul de producţie, nivelul productivităţii muncii, nivelul tehnologic, gradul de înzestrare tehnică, legăturile corporative ale companiei, ponderea pe care o ocupă pe o piaţă anumită.

Pentru aprecierea nivelului acceptabil al riscului, este necesar a delimita zonele de risc în funcţie de valoarea pierderilor aşteptate.

Zona fără risc, este zona în care pierderile nu se prevăd şi în care rezultatul activităţii întreprinderii este pozitiv. *Zona riscului acceptabil*, este zona în care mărimea pierderilor aşteptate nu depăşeşte profiturile aşteptate, de aceea deşfăşurarea activităţii are un raţionament. *Zona riscului critic*, este zona în care pierderile posibile depăşeşc mărimea profitului aşteptat ajungând chiar până la limita veniturilor. Aici antreprenorul riscă nu numai neobţinerea unui anumit profit, dar şi suportarea unor pierderi din cauza neacoperirii cheltuielilor sale. *Zona riscului catastrofal*, este zona pierderilor posibile care depăşeşc zona critică, nivelul cărora poate să ajungă până la mărimea capitalului propriu al întreprinderii. Această zonă a riscului este în stare să aducă firma la faliment.

În continuare să construim curba riscului în funcţie de mărimea pierderilor şi probabilitatea apariţiei fiecărui nivel de pierderi. Cea mai mare probabilitate o are obţinerea profitului calculat, care poate fi considerat ca valoarea profitului estimat. Probabilitatea obţinerii unei valori mai mari sau mai mici decât cea estimată, are o tendinţă de descreştere în funcţie de mărimea abaterilor.

Pierderile sunt considerate o diminuare a mărimii profitului, comparativ cu cea estimată. Dacă vom numi profitul aşteptat P_R, profitul real P, atunci pierderile vor fi egale cu:

$$Pierderi = P_R + P$$

Principalul în aprecierea riscului este posibilitatea construirii curbei riscului şi determinarea, şi delimitarea zonelor valorilor riscului acceptabil, critic şi celui catastrofic.

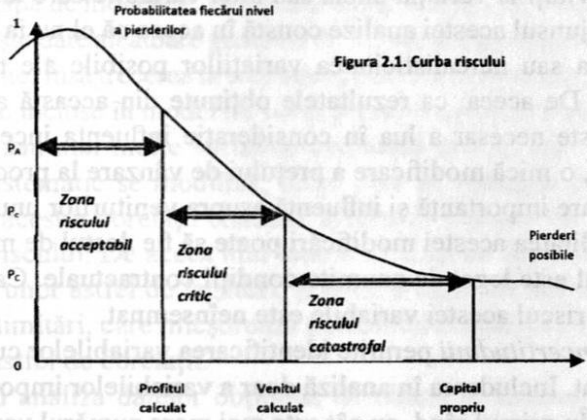


Fig. 9.2. Curba riscului în funcţie de mărimea pierderilor şi probabilitatea apariţiei

Analiza riscului este bazată pe o metodologie, cu ajutorul căreia se analizează incertitudinea viitoare, în scopul determinării influenţei riscului asupra rezultatelor aşteptate.

Astfel, procesul de analiză a riscului include următoarele etape:

- elaborarea unui model de prognozare;
- determinarea variabilelor riscului;
- determinarea împărţirii probabilistice a variabilelor alese şi determinarea diapazonului valorilor posibile pentru fiecare dintre ele;
- determinarea prezenţei sau lipsei corelaţiei între variabilele riscului;
- analiza rezultatelor.

Variabilele riscului constatate viabile pentru desfăşurarea unei investiţii, la cea mai mică abatere a lor de la valoarea aşteptată au influenţă negativă asupra întregului proiect de investiţii.

Pentru selectarea acestor variabile, se foloseşte analiza sensibilităţii şi a incertitudinii. *Analiza sensibilităţii* măsoară reacţia rezultate-

lor unei activităţi la variaţia uneia sau altei variabile care iau parte în analiză. Neajunsul acestei analize constă în aceea că el nu ia în vedere realisticitatea sau nerealisticitatea variaţiilor posibile ale mărimilor variabilelor. De aceea, ca rezultatele obţinute din această analiză să aibă sens, este necesar a lua în consideraţie influenţa incertitudinii. De exemplu, o mică modificare a preţului de vânzare la produsele firmei are o mare importanţă şi influenţă asupra veniturilor unui proiect, însă probabilitatea acestei modificări poate să fie destul de mică, dacă cumpărătorul este legat de anumite condiţii contractuale. Ca rezultat, în atare caz, riscul acestei variabile este neînsemnat.

Analiza incertitudinii permite identificarea variabilelor cu un nivel de risc ridicat. Includerea în analiză doar a variabilelor importante are două cauze. În primul rând, cu cât este mai mare numărul variabilelor, cu atât este mai mare probabilitatea creării unor scenarii ireale, în al doilea rând, efectuarea analizei a unui număr mare de variabile este destul de costisitor şi duce la minimizarea câştigului. Deci, raţional ar fi să includem în analiză un număr redus de variabile, fiind cele mai sensibile şi incerte într-un proiect.

Scopul analizei incertitudinii constă în calcularea valorii unei variabile în viitor. Ansamblul valorilor probabile al variabilelor trebuie să fie destul de mare, dar să aibă limite, de regulă, valoarea maximă şi minimă. Astfel fiecare variabilă capătă un diapazon de valori probabile. Prin a determina diapazonul valorilor variabilelor proiectului se subînţelege distribuţia probabilităţilor în baza datelor, obţinute din observările anterioare asupra unor situaţii sau întâmplări care au avut loc deja. Este necesar ca acest diapazon de valori determinate să-l legăm cu distribuţia de probabilitate, deoarece ele dictează alegerea valorilor care aparţin anumitui diapazon. Distribuţia de probabilitate se utilizează pentru evidenţierea cantitativă a presupunerilor sau aşteptărilor specialiştilor în legătură cu rezultatul unui eveniment în viitor.

După terminarea operaţiunilor sus-menţionate, adică a determinării variabilelor de risc şi obţinerii de fiecare a unei probabilităţi respective se

trece la etapa de modelare. În această etapă se alege un şir de scenarii bazate pe nişte date aleatoare generate de folosirea distribuţiei de probabilitate stabilite. Însă trecerea la etapa de modelare va avea sens, dacă printre variabilele incluse în model nu vor fi prezente corelaţii însemnate.

Două sau mai multe variabile corelează în acel caz, când ele împreună sistematic se modifică, lucru care se întâmplă destul de des. Prezenţa acestor corelaţii conduce la abateri serioase de la rezultatele analizei riscului. De aceea mai întâi e necesar de determinat prezenţa sau lipsa unor astfel de legături, şi unde e cazul de introdus în model anumite limitări, care micşorează posibilitatea apariţiei scenariilor încălcând astfel de corelaţii.

Pentru analiza datelor obţinute, de obicei se foloseşte regresia şi corelaţia în scopul de a uşura prognozarea variabilei dependente de la valorile reale ale variabilei independente. Ca rezultat al acestor analize se calculează ecuaţia regresiei şi coeficientul de corelaţie. Obiectivul analizei corelaţiei în risc este controlarea şi verificarea valorilor variabilei dependente, care permite corespunderea cu valorile opuse ale valorilor variabilei independente.

Cea mai des întâlnită abordare în măsurarea riscurilor este acea care exprimă marimea variaţiei sau abaterii performanţelor întreprinderii de la mărimea aşteptată sau planificată a acestora. Abordarea respectivă exprimă metoda statistică de măsurare a riscului. Metoda presupune determinarea a trei indicatori de bază:

1. Valoarea medie aşteptată a unui rezultat luat drept bază.
2. Deviaţia rezultatului posibil de la mărimea medie aşteptată.
3. Coeficientul de variaţie.

Valoarea medie aşteptată este direct legată de incertitudinea situaţiei. Ea este exprimată prin media ponderată a tuturor rezultatelor obţinute *Rm*, unde probabilitatea fiecărui rezultat este exprimată printr-o pondere a valorii respective (p), desigur suma probabilităţilor asociate cu fiecare rezultat trebuie să fie egală cu unitatea. În acest caz, formula ar fi următoarea:

$$Rm = R_1P_1 + R_2P_2 + ... + R_nP_n \quad (9.1)$$

De exemplu, vom considera că distribuţia de probabilitate a proiectului A se prezintă astfel:

Starea economiei	Probabilitatea stării	Rentabiliatea
Recesiune	0,2	**20%**
Normală	0,5	**30%**
Avânt	0,3	**40%**
	1,00	

Efectuând calculele conform formulei de mai sus, vom obţine:

Rm = 0,2* 20 + 0,5* 30 + 0,3* 40

Rm = 31%

Această medie ponderată reprezintă valoarea medie aşteptată a profitului.

Exemplul 9.1. Dacă se cunoaşte că la alocarea capitalului în proiectul A din numărul total de 120 de cazuri în 48 s-a obţinut profit în sumă de 13 mii lei, în 42 de cazuri – profit în sumă de 20 mii lei; în 30 de cazuri profitul a constituit 12 mii lei, atunci ponderea fiecărei valori a profitului se calculează ca:

$$P_1 = \frac{48}{120} = 0{,}4; \qquad P_2 = \frac{42}{120} = 0{,}35; \quad P_1 = \frac{30}{120} = 0{,}25;$$

Rm = (0,4 x 13 000) + (0,35 x 20 000) + (0,25 x 12 000) = 15,2 mii lei.

Însă, pentru a fi utilă această valoare, este necesar să determinăm următorul indicator, şi anume, *deviaţia standard*, notată cu sigma – σ. Indicatorul dat arată nivelul abaterii valorii aşteptate de la mărimea medie. Cu cât este mai mică deviaţia standard, cu atât este mai strânsă distribuţia de probabilitate şi, în concesinţă, riscul activului respectiv este mai mic.

Ea se calculează după formula:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (Ri - Rm)^2 \times p_i}, \quad (9.2)$$

unde: *Ri* – reprezintă întregul şir de rentabilităţi pentru toate stările economice;

Rm – rentabilitatea medie aşteptată;

p_i – probabilitatea pentru fiecare stare economică.

În cazul proiectului A din exemplul 1, deviaţia standard va constitui:

$$\sigma = \sqrt{(20-31)^{2}\times 0,2+(30-31)^{2}\times 0,5+(40-31)^{2}\times 0,3} = 7$$

Astfel, *deviaţia standard* este o probabilitate – media ponderată a deviaţiei de la valoarea aşteptată, ea ne arată cu cât este valoarea reală mai mare sau mai mică decât valoarea aşteptată.

Un alt indicator care se aplică pentru estimarea riscului este coeficientul de variaţie. Acesta reprezintă raportul dintre deviaţia standard şi valoarea medie aşteptată:

$$V = \frac{\sigma}{E^*} \cdot 100\% \qquad (9.3)$$

El permite compararea variaţiei diferitelor elemente, care au diferite unităţi de măsură. Cu cât este mai mare coeficientul, cu atât variaţia este mai mare şi, respectiv, riscul mai mare.

S-a stabilit o clasare a acestor mărimi:

- variaţia până la 10% este considerată variaţie slabă;
- variaţia între 11-25% este considerată variaţie normală;
- variaţia peste 25% este considerată variaţie înaltă.

În Tabelul 9.1 sunt prezentate principalele metode de măsurare a riscurilor.

Tabelul 9.1. Metode de măsurare a riscurilor

Grupe de metode de evaluare a riscului	**Metode, conținut și indici**		
Analiza calitativă	Metoda identificării riscurilor		
Analiza cantitativă	Prima abordare: corectarea factorului riscului la fluxul de bani, apoi de scontat pe rate, fără a ține cont de factorul riscului	Analiza probabilă	Abaterea medie pătratică
			Coeficientul variației
			Coeficientul corelației
			Covariația
			Metoda arborelui de decizie
		Metoda analitică	Analiza sensibilității
			Metoda abordării scenariului
			Metoda Monte Carlo
			Calculul punctelor critice
		Metoda jocurilor	Aprecierea maximă, regula lui Wald
			Regula lui Laplace
			Regula lui Savage
			Regula lui Hurwicz
	A doua abordare: corectarea factorului riscului la ratele de scontare, apoi scontarea la fluxul de numerar așteptat	Determinarea ratei profitului așteptat al proiectului cu aplicarea modelului CAPM	

Sursa: Coropceanu N. *Evaluarea riscului proiectelor investiționale.*

9.3. Gestiunea riscurilor financiare

Scopurile şi obiectivele strategiei gestiunii riscurilor, în mare măsură, sunt determinate de schimbările permanente ale conjuncturii economice, în care activează întreprinderea.

Gestiunea riscurilor necesită cunoştinţe aprofundate în teoria antreprenoriatului, în domeniul asigurărilor, în analiza activităţii economico-financiare etc. Activitatea întreprinderii în această direcţie este îndreptată la protejarea firmei de acţiunile riscurilor, care ameninţă profitabilitatea sa.

Calitatea gestionării riscurilor contribuie la creşterea şanselor agentului economic de atingere a obiectivelor într-o perspectivă de lungă durată şi la minimizarea pericolului înrăutăţirii situaţiei financiare a lui.

Politica de risc reprezintă multitudinea acţiunilor care au ca scop principal micşorarea pericolului greşelilor în momentul luării deciziilor şi diminuării posibilelor urmări negative ale acestor decizii asupra următoarelor etape din activitatea firmei.

Procesul de gestiune a riscurilor include următoarele operaţiuni:

- determinarea riscului potenţial;
- măsurarea şi evaluarea riscului;
- alegerea metodei de gestiune a riscului;
- realizarea metodelor alese;
- aprecierea rezultatelor.

Cunoaşterea probabilităţii apariţiei riscului este necesară, dar nu şi îndeajuns. Este important a determina cum va influenţa şi în ce măsură riscul respectiv asupra rezultatelor activităţii entităţii economice, şi care vor fi urmările posibile.

Riscul poate fi identificat prin diferite modalităţi: de la analize probabilistice complexe până la presupuneri intuitive. În prezent agenţii economici din Moldova, în majoritatea cazurilor, se bazează pe propria

experienţă, intuiţie. Doar un procent neînsemnat de manageri apreciază riscul prin intermediul metodelor matematice şi statistice.

Apreciind riscul, pe care firma poate să-l accepte, managerul, în primul rând, porneşte de la profilul activităţii entităţii, şi disponibilitatea resurselor financiare pentru realizarea finanţării consecinţelor riscului. Nivelul riscului acceptabil se determină având în vedere aşa parametri ca: valoarea mijloacelor fixe, cifra de afaceri, nivelul rentabilităţii etc. Cu cât mai mare este capitalul disponibil al firmei, cu atât ea este mai puţin sensibilă la riscuri şi cu atât mai sigur pot fi luate deciziile în situaţii de risc.

Unul din modelele de gestiune care sunt folosite de companii este modelul alcătuit din trei etape:

- prima etapă – identificarea tipurilor potenţiale de riscuri la care compania este expusă;
- a doua etapă – măsurarea influenţei potenţiale a riscurilor identificate.

Unele riscuri pot avea influenţe nesemnificative, pe când altele, cu influenţe majore asupra activităţii companiei, pot să ducă la faliment.

- a treia etapă – constă în alegerea optimală a metodei de minimizare a riscului.

În majoritatea cazurilor, riscul identificat în scopul minimizării lui poate fi gestionat astfel:

a. reducerea probabilităţii de apariţie a riscurilor;
b. reducerea impactului financiar al riscurilor;
c. transferul riscului;
d. reţinerea şi gestiunea riscului.

Metodologia gestionării riscurilor include determinarea unor metode generale de gestiune conţinând: identificarea cauzelor apariţiei riscurilor într-o economie sau pe o piaţă, în general, şi cauzelor specifice, de apariţie a riscurilor la intreprinderi, în particular, descrierea tipurilor de riscuri, crearea unei clasificări a lor, cercetarea relaţiilor dintre incertitudine şi risc, măsurarea şi evaluarea lor.

Riscul este o categorie financiară şi de aceea nivelul şi mărimea lui pot fi influenţate printr-un mecanism financiar. Acest mecanism este managementul (gestiunea) riscului.

Managementul riscurilor presupune un sistem de evaluare, măsurare, prevenire a riscurilor financiare în relaţiile economico-financiare ale companiei.

Managementul riscurilor ca sistem se împarte în două subsisteme:

- obiectul gestionării;
- subiectul gestionării.

Obiectul gestionării în managementul riscurilor sunt plasările riscante de capital. *Subiectul gestionării* în managementul financiar sunt managerii financiari, manageri pe riscuri care prin acţiunile lor multiple realizează gestionarea obiectului gestiunii.

Procesul gestionării riscurilor întotdeauna presupune primirea, transferarea, prelucrarea şi utilizarea practică a informaţiei. Obţinerea unei informaţii sigure într-o situaţie concretă are rolul cel mai impozant, pentru că în baza ei se va lua şi se va alege o decizie optimă în condiţiile de piaţă. Informaţia obţinută poate fi diferită: statistică, comercială, economică, financiară. Această informaţie ne dezvăluie starea pieţei de mărfuri, a pieţei valutare, de capital, despre mărimea cererii şi ofertei, despre solvabilitatea partenerilor, clienţilor şi concurenţilor.

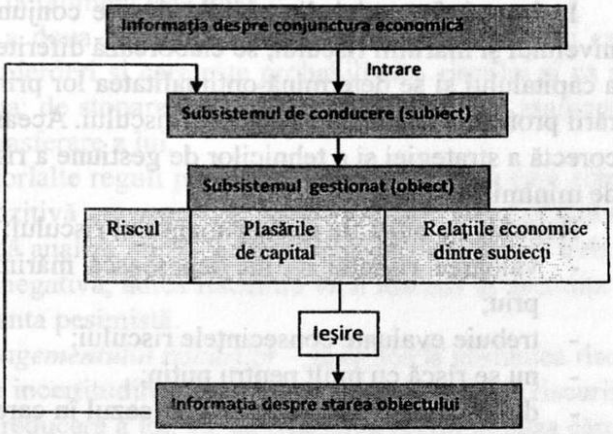


Fig. 9.3. Reprezentarea sistemică a managementului riscului

Managementul riscurilor îndeplineşte următoarele funcţii:

- a obiectului gestionării – organizarea soluţionării problemelor legate de risc, efectuarea lucrărilor în vederea minimizării riscurilor, asigurării riscurilor;
- a subiectului gestionării – include operaţiuni de prognozare, organizare, coordonare şi de control al riscurilor.

Organizarea managementului riscurilor presupune un sistem de măsuri îndreptate spre corelarea raţională a tuturor elementelor din procesul gestiunii financiare.

Prima etapă din organizarea managementului riscului presupune determinarea obiectivelor plasărilor de capital şi riscurilor care le suportă.

Următoarea etapă în organizarea managementului riscului presupune obţinerea informaţiilor asupra conjuncturii economice în care activează compania. În baza analizei acestei informaţii, se poate determina probabilitatea apariţiei unui eveniment, identifica nivelul riscului şi măsura costul lui. Sub costul riscului se subînţeleg pierderile companiei sau cheltuielile de acoperire a pierderilor, sau cheltuielile de înlocuire a pierderilor.

În baza informaţiei disponibile despre conjunctura economică, a nivelului şi mărimii riscului, se elaborează diferite variante de plasare a capitalului şi se determină optimalitatea lor prin intermediul măsurării profitului aşteptat şi a mărimii riscului. Aceasta permite alegerea corectă a strategiei şi a tehnicilor de gestiune a riscului şi a tehnicilor de minimizare a lui.

Regulile de bază ale managementului riscului:

- valoarea riscului să nu depăşească mărimea capitalului propriu;
- trebuie evaluate consecinţele riscului;
- nu se riscă cu mult pentru puţin;
- decizia de a risca se ia doar în cazul în care nu sunt dubii referitor la rezultat;
- nu există doar o singură variantă de soluţionare a riscului.

Realizarea primei reguli presupune că înainte de a lua decizia de plasare a capitalului este necesar:

- a determina mărimea pierderii maximale pe riscul respectiv;
- de comparat aceasta cu mărimea capitalului investit;
- de comparat aceasta cu mărimea surselor financiare proprii şi de determinat dacă această piedere ar putea duce la falimentul companiei.

Mărimea pierderii de la plasarea capitalului poate fi egală cu mărimea capitalului respectiv, mai mare sau mai mic decât el. Raportul dintre pierderile maximale posibile şi mărimea resurselor financiare proprii ale investitorului reprezintă nivelul riscului. El se calculează cu ajutorul coeficientului:

$$K_p = \frac{Y}{C}, \qquad (9.4)$$

unde: K_p – coeficientul riscului;

Y – pierderea maximală totală;

C – mărimea resurselor financiare proprii.

În general, se consideră un coeficient optimal, dacă marimea lui nu depăşeşte 0,3, dar o mărime a coeficientului considerată critică care poate să conducă la faliment este de 0,7.

Realizarea la a doua regulă necesită determinarea situaţiei care poate să ducă la pierderi şi care este probabilitatea riscului şi ca rezultat să ia decizia: de stopare a exerciţiului respectiv, de asumare a riscului sau de transferare a lui.

Realizarea celorlalte reguli presupune că în situaţia în care este o singură decizie pozitivă sau negativă, trebuie mai întâi de găsit alte soluţii posibile. Dacă analiza arată că alte soluţii nu sunt, atunci trebuie de luat o decizie negativă, adică riscul nu va fi asumat în speranţa că este posibilă varianta pesimistă.

Strategia managementului riscurilor – se aplică la gestiunea riscurilor în situaţii de incertitudine, bazându-se pe prognozarea riscurilor şi a tehnicilor de reducere a lor. Ea include nişte reguli în baza cărora se iau decizii de cercetare a situaţiilor posibile şi a căilor alegerii variantelor decizionale.

Strategia managementului riscului are următoarele obiective:

- obţinerea câştigului maximal;
- probabilitatea optimală a rezultatului;
- variaţia optimală a rezultatului;
- corelarea optimală între câştig şi mărimea riscului.

Esenţa primului obiectiv constă în alegerea acelei variante de plasare a capitalului care dispune de o eficienţă înaltă cu un risc acceptabil al riscului. Al doilea obiectiv exprimă alegerea acelei decizii pentru care probabilitatea rezultatului este acceptabil pentru investitor. Obiectivul al treilea presupune că din posibilele decizii se alege aceea pentru care probabilitatea câştigului sau pierderii uneia şi aceleiaşi plasări de capital are o variaţie minimă. Al patrulea obiectiv constă în măsurarea mărimii câştigului aşteptat şi a riscului în baza căruia se ia decizia de plasare a capitalului în acele excepţii care permit obţinerea câştigului aşteptat, în acelaşi timp de evitat un nivel înalt al riscului.

Principalele metode de minimizare a riscurilor sunt: asigurarea riscurilor, autoasigurarea, limitarea, diversificarea, factoringul, operaţiunile de hedging etc.

Asigurarea riscurilor subînţelege transmiterea de către companie a operaţiunilor de protecţie a intereselor sale în cazul producerii anumitor evenimente, din contul fondurilor băneşti, formate din plăţile de asigurare ale ei exprimate prin prime de asigurare.

Hedging-ul reprezintă un sistem de măsuri care ca rezultat al utilizării lor permit limitarea sau chiar evitarea riscului operaţiunilor financiare în urma variaţiilor nebinevenite ale cursului valutar, preţul la diferite mărfuri, a ratei dobânzii etc. în viitor. Astfel de măsuri pot fi: clauzele contractuale, operaţiunile de forward, opţiunile etc.

Autoasigurarea presupune situaţia când măsurile de protecţie asupra riscurilor sunt preluate de însăşi întreprindere. Unele riscuri sunt reţinute de firmă, deoarece prin caracterul lor poartă potenţialul de un câştig anumit, altele se reţin reieşind din caracterul lor inevitabil.

Limitarea este stabilirea unui sistem de limitare a unor activităţi

care contribuie la minimizarea riscurilor. În activitatea de antreprenoriat, limitarea este folosită cel mai des la vânzarea mărfurilor în credit, la darea împrumuturilor.

Diversificarea este o metodă care presupune împărţirea mijloacelor investite în diferite activităţi sau direcţii de activitate. Astfel întreprinderea devine mai puţin sensibilă de rezultatele sau insuccesele uneia din activităţi.

Factoring-ul reprezintă o tehnică de minimizare a riscului prin finanţare. Mecanismul acestei operaţiuni constă în: creditorul cedează societăţii de factoring (bancă, instituţie financiară) totalitatea creanţelor sale asupra partenerilor. Factorul efectuează plata imediată a acestora, preluând asupra sa atât riscul de credit, cât şi riscul valutar.

Managementul riscului va da rezultate pozitive numai dacă ia în considerare toate aspectele acestuia. Performanţa în procesul de management al riscului este dată de calitatea managerilor şi a personalului implicat. Managerii firmei trebuie să se asigure că echipa care realizează managementul riscului este competentă.

VERIFICAŢI-VĂ CUNOŞTINŢELE

1. Definiti noţiunea de „risc". Explicaţi diferenţa dintre *risc* şi *încertitudine.*
2. Exprimaţi legătura dintre risc şi rentabilitate.
3. Caracterizaţi principalele categorii de risc.
4. Reflectaţi principalii factori care conduc la apariţia riscurilor financiare.
5. Exprimaţi esenţa ş conţinutul analizei riscurilor financiare.
6. Identificaţi principalele metode de măsurare a riscurilor financiare.
7. Exprimaţi esenţa şi conţinutul gestiunii riscurilor financiare.
8. Identificaţi principalele metode de gestiune a riscurilor financiare.
9. Care din metodele de gestiune (minimizare) a riscurilor ar fi relevante pentru întreprinderile din Republica Moldova.

APLICAȚII PROPUSE PENTRU REZOLVARE

Aplicația 1. În baza datelor de mai jos, este necesar de efectuat estimări ale riscului în baza indicatorilor:

- fluxul de numerar așteptat (CF);
- deviația standard;
- coeficientul de variație.

Anul	CF (lei)
1	2 500
2	2 800
3	3 300
4	2 200

Trageți concluziile necesare.

Aplicația 2. În baza indicatorilor de măsurare a riscului, se vor face aprecieri care din cele două titluri financiare este mai puțin riscant.

	Starea economiei	Probabilitatea	A	B
1	Recesiune	0,3	15%	20%
2	Normală	0,2	18%	28%
3	Avânt	0,5	40%	45%

Comentați rezultatele obținute.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

1. Bârsan-Pipu, N. *Managementul riscului. Concepte, metode, aplicații.* Brașov: Editura Universității „Transilvania", 2003.

2. Coşa, M., Nastovici, L. *Modele de evaluare a riscului de ţară.* Editura Orientul Latin, 2000.
3. Gavriil, T., Iosof, S. *Gestiunea riscului.* Bucureşti: Ed. Universitară, 2013.
4. Sorin, G. A. *Gestiunea riscurilor financiare. Abordări teoretice şi studii de caz.* Iaşi: Editura UAIC, 2009.
5. Ungureanu, L. *Gestiunea riscului financiar. Manual universitar.* Craiova: Revers, 2015.

BIBLIOGRAFIE

1. Aghelache, G. *Piața de capital. Caracteristici, evoluții, tranzacții.* București: Ed. Economică, 2004.
2. Anghelache, C., Dumbravă, M. *Metode cantitative pentru analize financiar-bancare.* București, 2007.
3. Balanuța, V. Diagnosticul și estimarea potențialului economico-financiar al întreprinderii în contextul analizei exprese. În: *Contabilitate și audit*, 1999, nr.3.
4. Bârsan-Pipu, N. *Managementul riscului. Concepte, metode, aplicații.* Brașov: Editura Universității „Transilvania", 2003.
5. Bogdan, I. (coord.). *Tratat de management financiar-bancar.* Bucuresti: Ed. Economică, 2002.
6. Botnari, N. *Finanțele întreprinderii.* Chișinău: Tipografia Centrală, 2006.
7. Brezeanu, P. *Analiză financiară.* București: Meteor Press, 2006.
8. Buglea, A. *Analiză financiară: concepte și studiu de* caz. Timișoara: Mirton, 2005.
9. Cobzari, L., Taran, I., Baurciulu, A. *Politici financiare ale întreprinderii. Curs de lecții.* Chișinău: Editura ASEM, 2006. 170 p.
10. Coșa M., Nastovici L. *Modele de evaluare a riscului de țară.* Orientul Latin, 2000.
11. *Dicționarul explicativ al limbii române.* Disponibil online: https://dexonline.ro.
12. Dobre, E.,Munteanu, I. *Finanțele întreprinderii.* Muntenia, 2005.
13. Dobrotă, G. *Gestiunea financiară a întreprinderii.* Craiova: Spirit Românesc, 2003.
14. Dragotă, V. *Politica de dividend.* București: C.H. Bech, 2003.

15. Dragotă, V., Obreja, L. *Management financiar.* Vol.II. *Politici financiare de întreprindere.* Bucureşti: Ed. Economică, 2009.
16. Dumitru, M. *Gestiunea financiară a întreprinderii. Teste grilă, Răspunsuri, Aplicaţii, Probleme.* Ed. a II-a. Bucureşti: Editura Fundaţiei România de Mâine, 2005.
17. Fădur, C., Ciotină, D., Mironiuc, M. Studiu explorator privind politica de credit comercial a întreprinderilor româneşti. În: *Economie teoretică şi aplicată.* Volumul XVIII, 2011, nr. 4 (557), p. 15-34.
18. Feldman, M., Libman, A. *Accounting and Financial Statement* Analysis. 2nd Edition, New Jersey: Wiley & Sons, 2007.
19. *Financial Analysis and Decision Making.* Disponibil online: https://www.edx.org/course/financial-analysis-decision-making-tsinghuax-80512073x-0
20. Gavriil, T., Iosof, S. *Gestiunea riscului.* Bucureşti: Ed. Universitară, 2013.
21. Gheorghe, A. *Finanţele şi politicile financiare ale întreprinderilor.* Bucureşti: Ed. Economică, 2001. 318 p.
22. Grigoriţa, C. *Activitatea bancară.* Ediţia a III. Chişinău: Cartier, 2005. 418 p.
23. Halpern, R., Weston, J.F., Brigham, E.F. *Finante manageriale. Modelul canadian.* Bucuresti: Editura Economică, 1998.
24. Ionescu, E., Diaconu, A. Utilizarea metodelor statistice în evaluarea riscului financiar. În: *Revista Română de Statistică,* 2013, p. 198-203.
25. Legea cu privire la leasing nr. 59 din 28.04.2005. În: *Monitorul Oficial,* nr. 92-94, art. 429.
26. Legea Republicii Moldova privind societăţile pe acţiuni nr. 1134 din 02.04.1997. În: *Monitorul Oficial,* nr. 38-39, art. 332.
27. Luca, G., Olariu, N. *Elemente de management financiar.* Iaşi: Dosoftei, 1994.

28. Manolescu, G. *Managementul financiar*. Bucureşti: Ed. Economică, 2005.
29. Niculescu, M. *Diagnostic global strategic*. Bucuresti: Ed. Economică, 2003.
30. Petrescu, S. *Analiza financiară aprofundată. Concepte-Metode-Studii de caz*. Iaşi, 2005.
31. Robinson, St. *Management financiar*. Bucureşti: Teora, 2008.
32. Robu, V. , Anghel, I., Şerban, C. *Analiza economico-financiară a firmei*. Bucureşti: Ed. Economică, 2014.
33. Sorin G. A. *Gestiunea riscurilor financiare. Abordări teoretice şi studii de caz*. Iaşi: UAIC, 2009.
34. Stoleriu, Iu. *Matematici financiare. Note de curs*. Iaşi, 2015. http://www.math.uaic.ro/~stoleriu/MF2015last.pdf
35. Toma, M., Alexandru, F. *Finanţe şi gestiunea financiară de întreprindere*. Bucureşti: Ed. Economică, 2003. 415 p.
36. Ţiriulnicova, N., Paladi, V. ş.a. *Analiza rapoartelor financiare*. Chişinău: ASEM, 2009.
37. Ungureanu, L. *Gestiunea riscului financiar. Manual universitar.* Craiova: REVERS, 2015.
38. Vintilă, G., Vuţă, M. *Gestiunea financiară a întreprinderii*. Bucureşti: Rolcris, 2000.
39. Zambiţchi, D. *Matematici financiare şi actuariale*. Chişinău: Dep. Ed.-poligr. Al ASEM, 2005.
40. Ковалев, В.В. *Финансовый менеджмент: теория и практика*. Москва: Проспект, 2006.
41. Лиференко, Г.М. *Финансовый анализ предприятия. Учебное пособие*. Москва: Экзамен, 2005.

ANEXE

Tabelul A1. Valoarea viitoare a 1 unități monetare

(n) Periods	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	15%
0	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
1	1.04000	1.05000	1.06000	1.07000	1.08000	1.09000	1.10000	1.11000	1.12000	1.15000
2	1.08160	1.10250	1.12360	1.14490	1.16640	1.18810	1.21000	1.23210	1.25440	1.32250
3	1.12486	1.15763	1.19102	1.22504	1.25971	1.29503	1.33100	1.36763	1.40493	1.52088
4	1.16986	1.21551	1.26248	1.31080	1.36049	1.41158	1.46410	1.51807	1.57352	1.74901
5	1.21665	1.27628	1.33823	1.40255	1.46933	1.53862	1.61051	1.68506	1.76234	2.01136
6	1.26532	1.34010	1.41852	1.50073	1.58687	1.67710	1.77156	1.87041	1.97382	2.31306
7	1.31593	1.40710	1.50363	1.60578	1.71382	1.82804	1.94872	2.07616	2.21068	2.66002
8	1.36857	1.47746	1.59385	1.71819	1.85093	1.99256	2.14359	2.30454	2.47596	3.05902
9	1.42331	1.55133	1.68948	1.83846	1.99900	2.17189	2.35795	2.55803	2.77308	3.51788
10	1.48024	1.62889	1.79085	1.96715	2.15892	2.36736	2.59374	2.83942	3.10585	4.04556
11	1.53945	1.71034	1.89830	2.10485	2.33164	2.58043	2.85312	3.15176	3.47855	4.65239
12	1.60103	1.79586	2.01220	2.25219	2.51817	2.81267	3.13843	3.49845	3.89598	5.35025
13	1.66507	1.88565	2.13293	2.40985	2.71962	3.06581	3.45227	3.88328	4.36349	6.15279
14	1.73168	1.97993	2.26090	2.57853	2.93719	3.34173	3.79750	4.31044	4.88711	7.07571
15	1.80094	2.07893	2.39656	2.75903	3.17217	3.64248	4.17725	4.78459	5.47357	8.13706
16	1.87298	2.18287	2.54035	2.95216	3.42594	3.97031	4.59497	5.31089	6.13039	9.35762
17	1.94790	2.29202	2.69277	3.15882	3.70002	4.32763	5.05447	5.89509	6.86604	10.76126
18	2.02582	2.40662	2.85434	3.37993	3.99602	4.71712	5.55992	6.54355	7.68997	12.37545
19	2.10685	2.52695	3.02560	3.61653	4.31570	5.14166	6.11591	7.26334	8.61276	14.23177
20	2.19112	2.65330	3.20714	3.86968	4.66096	5.60441	6.72750	8.06231	9.64629	16.36654

Tabelul A2. Valoarea prezentă a 1 unități monetare

(n) Periods	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	15%
1	.96154	.95238	.94340	0.93458	.92593	.91743	.90909	.90090	.89286	.86957
2	.92456	.90703	.89000	0.87344	.85734	.84168	.82645	.81162	.79719	.75614
3	.88900	.86384	.83962	0.81630	.79383	.77218	.75132	.73119	.71178	.65752
4	.85480	.82270	.79209	0.76290	.73503	.70843	.68301	.65873	.63552	.57175
5	.82193	.78353	.74726	0.71299	.68058	.64993	.62092	.59345	.56743	.49718
6	.79031	.74622	.70496	0.66634	.63017	.59627	.56447	.53464	.50663	.43233
7	.75992	.71068	.66506	0.62275	.58349	.54703	.51316	.48166	.45235	.37594
8	.73069	.67684	.62741	0.58201	.54027	.50187	.46651	.43393	.40388	.32690
9	.70259	.64461	.59190	0.54393	.50025	.46043	.42410	.39092	.36061	.28426
10	.67556	.61391	.55839	0.50835	.46319	.42241	.38554	.35218	.32197	.24719
11	.64958	.58468	.52679	0.47509	.42888	.38753	.35049	.31728	.28748	.21494
12	.62460	.55684	.49697	0.44401	.39711	.35554	.31863	.28584	.25668	.18691
13	.60057	.53032	.46884	0.41496	.36770	.32618	.28966	.25751	.22917	.16253
14	.57748	.50507	.44230	0.38782	.34046	.29925	.26333	.23199	.20462	.14133
15	.55526	.48102	.41727	0.36245	.31524	.27454	.23939	.20900	.18270	.12289
16	.53391	.45811	.39365	0.33873	.29189	.25187	.21763	.18829	.16312	.10687
17	.51337	.43630	.37136	0.31657	.27027	.23107	.19785	.16963	.14564	.09293
18	.49363	.41552	.35034	0.29586	.25025	.21199	.17986	.15282	.13004	.08081
19	.47464	.39573	.33051	0.27615	.23171	.19449	.16351	.13768	.11611	.07027
20	.45639	.37689	.31180	0.25842	.21455	.17843	.14864	.12403	.10367	.06110

Tabelul A3. Valoarea viitoare a 1 anuități

(*n*) Periods	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	15%
1	1.00000	1.00000	1.00000	1.0000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
2	2.04000	2.05000	2.06000	2.0700	2.08000	2.09000	2.10000	2.11000	2.12000	2.15000
3	3.12160	3.15250	3.18360	3.2149	3.24640	3.27810	3.31000	3.34210	3.37440	3.47250
4	4.24646	4.31013	4.37462	4.4399	4.50611	4.57313	4.64100	4.70973	4.77933	4.99338
5	5.41632	5.52563	5.63709	5.7507	5.86660	5.98471	6.10510	6.22780	6.35285	6.74238
6	6.63298	6.80191	6.97532	7.1533	7.33592	7.52334	7.71561	7.91286	8.11519	8.75374
7	7.89829	8.14201	8.39384	8.6540	8.92280	9.20044	9.48717	9.78327	10.08901	11.06680
8	9.21423	9.54911	9.89747	10.2598	10.63663	11.02847	11.43589	11.85943	12.29969	13.72682
9	10.58280	11.02656	11.49132	11.9780	12.48756	13.02104	13.57948	14.16397	14.77566	16.78584
10	12.00611	12.57789	13.18079	13.8164	14.48656	15.19293	15.93743	16.72201	17.54874	20.30372
11	13.48635	14.20679	14.97164	15.7836	16.64549	17.56029	18.53117	19.56143	20.65458	24.34928
12	15.02581	15.91713	16.86994	17.8885	18.97713	20.14072	21.38428	22.71319	24.13313	29.00167
13	16.62684	17.71298	18.88214	20.1406	21.49530	22.95339	24.52271	26.21164	28.02911	34.35192
14	18.29191	19.59863	21.01507	22.5505	24.21492	26.01919	27.97498	30.09492	32.39260	40.50471
15	20.02359	21.57856	23.27597	25.1290	27.15211	29.36092	31.77248	34.40536	37.27972	47.58041
16	21.82453	23.65749	25.67253	27.8881	30.32428	33.00340	35.94973	39.18995	42.75328	55.71747
17	23.69751	25.84037	28.21288	30.8402	33.75023	36.97351	40.54470	44.50084	48.88367	65.07509
18	25.64541	28.13238	30.90565	33.9990	37.45024	41.30134	45.59917	50.39593	55.74972	75.83636
19	27.67123	30.53900	33.75999	37.3790	41.44626	46.01846	51.15909	56.93949	63.43968	88.21181
20	29.77808	33.06595	36.78559	40.9955	45.76196	51.16012	57.27500	64.20283	72.05244	102.44358

Tabelul A4. Valoarea prezentă a 1 anuități

(n) Periods	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	15%
1	.96154	.95238	.94340	0.93458	.92593	.91743	.90909	.90090	.89286	.86957
2	1.88609	1.85941	1.83339	1.80802	1.78326	1.75911	1.73554	1.71252	1.69005	1.62571
3	2.77509	2.72325	2.67301	2.62432	2.57710	2.53130	2.48685	2.44371	2.40183	2.28323
4	3.62990	3.54595	3.46511	3.38721	3.31213	3.23972	3.16986	3.10245	3.03735	2.85498
5	4.45182	4.32948	4.21236	4.10020	3.99271	3.88965	3.79079	3.69590	3.60478	3.35216
6	5.24214	5.07569	4.91732	4.76654	4.62288	4.48592	4.35526	4.23054	4.11141	3.78448
7	6.00205	5.78637	5.58238	5.38989	5.20637	5.03295	4.86842	4.71220	4.56376	4.16042
8	6.73274	6.46321	6.20979	5.97130	5.74664	5.53482	5.33493	5.14612	4.96764	4.48732
9	7.43533	7.10782	6.80169	6.51523	6.24689	5.99525	5.75902	5.53705	5.32825	4.77158
10	8.11090	7.72173	7.36009	7.02358	6.71008	6.41766	6.14457	5.88923	5.65022	5.01877
11	8.76048	8.30641	7.88687	7.49867	7.13896	6.80519	6.49506	6.20652	5.93770	5.23371
12	9.38507	8.86325	8.38384	7.94269	7.53608	7.16073	6.81369	6.49236	6.19437	5.42062
13	9.98565	9.39357	8.85268	8.35765	7.90378	7.48690	7.10336	6.74987	6.42355	5.58315
14	10.56312	9.89864	9.29498	8.74547	8.24424	7.78615	7.36669	6.98187	6.62817	5.72448
15	11.11839	10.37966	9.71225	9.10791	8.55948	8.06069	7.60608	7.19087	6.81086	5.84737
16	11.65230	10.83777	10.10590	9.44665	8.85137	8.31256	7.82371	7.37916	6.97399	5.95424
17	12.16567	11.27407	10.47726	9.76322	9.12164	8.54363	8.02155	7.54879	7.11963	6.04716
18	12.65930	11.68959	10.82760	10.05909	9.37189	8.75563	8.20141	7.70162	7.24967	6.12797
19	13.13394	12.08532	11.15812	10.33560	9.60360	8.95012	8.36492	7.83929	7.36578	6.19823
20	13.59033	12.46221	11.46992	10.59401	9.81815	9.12855	8.51356	7.96333	7.46944	6.25933

CUPRINS

PRELIMINARII 3

1. INTRODUCERE ÎN MANAGEMENTUL FINANCIAR

1.1. Esența și rolul managementului financiar 6
1.2. Decizia financiară: concept și tipologie 16
1.3. Obiectul managementului financiar 19
1.4. Subiecții managementului financiar 21
1.5. Baza informațională a managementului financiar 24

2. IMPLICAREA ANALIZEI FINANCIARE ÎN FUNDAMENTAREA DECIZIILOR FINANCIARE

2.1. Esența, rolul și funcțiile analizei financiare ale entității economice 29
2.2. Procesul și metodele analizei economico-financiare ale entității economice 33
2.3. Diagnosticul situației financiare a entității economice în contextul analizei expres 37

3. BAZELE MATEMATICII FINANCIARE

3.1. Valoarea banilor în timp – concept fundamental al managementului financiar 45
3.2. Conceptul de rată a dobânzii și rolul acesteia în evaluarea fluxurilor financiare 48
3.3. Valoarea viitoare a unui flux de numerar 52
3.4. Valoarea prezentă a unui flux de numerar 55
3.5. Valoarea prezentă și viitoare ale anuităților și perpetuităților ... 56

4. GESTIUNEA SURSELOR DE FINANȚARE A ENTITĂȚILOR ECONOMICE

4.1. Importanța deciziilor de finanțare în managementul financiar al entității economice 65
4.2. Finanțarea activității economice din surse proprii 68
4.3. Finanțarea activității economice prin capital împrumutat 73

5. COSTUL CAPITALULUI

5.1. Consideraţii privind costul capitalului 88
5.2. Metode de determinare a costului capitalului propriu 89
5.3. Metode de determinare a costului capitalului împrumutat 96
5.4. Costul global al finanţării 100

6. UTILIZAREA LEVIERULUI ÎN MANAGEMENTUL FINANCIAR AL ÎNTREPRINDERII

6.1. Esenţa analizei „cost-volum-profit" şi rolul acesteia în managementul financiar 105
6.2. Pragul de rentabilitate (operaţional) şi rezerva stabilităţii financiare 107
6.3. Conceptul levierului operaţional 118
6.4. Conceptul levierului financiar. Gradul levierului total 122

7. GESTIUNEA ACTIVELOR CIRCULANTE

7.1. Esenţa şi conţinutul gestiunii activelor circulante 132
7.2. Gestiunea stocurilor 136
7.3. Gestiunea creanţelor pe termen scurt 141
7.4. Gestiunea fluxurilor de numerar 143

8. POLITICA DE DIVIDEND A ÎNTREPRINDERII

8.1. Esenţa şi factorii determinanţi ai politicii de dividend 151
8.2. Modul de plată al dividendelor 155
8.3. Principalele tipuri ale politicii de dividend şi indicatorii de evaluare a politicii de dividend 159

9. GESTIUNEA RISCURILOR FINANCIARE

9.1. Conceptul şi clasificarea riscurilor 166
9.2. Analiza şi măsurarea riscurilor financiare 169
9.3. Gestiunea riscurilor financiare 177

BIBLIOGRAFIE 186
ANEXE 189

Maria COJOCARU Angela ŞESTACOVSCAIA
Ruslan MIHALACHI

BAZELE MANAGEMENTULUI FINANCIAR

NOTE DE CURS

Redactare – *Antonina Dembiţchi*
Asistenţă computerizată – *Maria Bondari*

Bun de tipar 23.12.2017. Formatul 60 x 84 $^{1}/_{16}$
Coli de tipar 12,2. Coli editoriale 7,0.
Comanda 81. Tirajul 50 ex.

Centrul Editorial-Poligrafic al USM
str. Al. Mateevici, 60, Chişinău, MD 2009

90-60



UNIVERSITATEA
DE STAT DIN
MOLDOVA

1789316


FEDERAL RESERVE NOTE
CB 27801375 B
B2
THIS NOTE IS LEGAL TENDER
FOR ALL DEBTS, PUBLIC AND PRIVATE
Treasurer of the United States.
SERIES 2001
100
G3
SERIES 2001
FEDERAL
AI 205