



UNIUNEA EUROPEANĂ



Programul Operațional Capital Uman 2014 - 2020

Axa prioritară 3: Locuri de muncă pentru toți

Obiectivul tematic 3.7: Creșterea ocupării prin susținerea întreprinderilor cu profil non-agricol din zona urbană

Titlu proiect: "PROMotorii Firmei Tale (PROFIT) – pentru regiunea Centru"

POCU/82/3.7/104254

## **Activitatea 6.**

**Susținerea antreprenoriatului în regiunea de implementare a proiectului**

### **6.3. Studiu de analiză în domeniul antreprenoriatului, bune practici și măsuri de susținere**

#### ***Bune practici în antreprenoriat***

### **ANALIZA PERFORMANȚEI ACTIVITĂȚII DIN PERSPECTIVA ACȚIONARILOR**

**Autor:**

**HURLOIU LĂCRĂMIOARA RODICA**

***Expert bune practici în antreprenoriat***

***Februarie, 2019***





## ANALIZA PERFORMANȚEI ACTIVITĂȚII DIN PERSPECTIVA ACȚIONARILOR

Din perspectiva evaluării întreprinderii analiza cash flow-ului diferă doar la nivelul tipului de cash flow estimat (cash flow-ul disponibil acționarilor sau creditorilor).

În cadrul finanțelor manageriale, cash flow-ul disponibil (free cash flow) este consacrat ca fiind fluxul de numerar cel mai adecvat pentru evaluarea unei întreprinderi sau al unui proiect de investiții.

Ținând seama de proveniența fondurilor atrase și de alocarea fluxurilor necesare pentru asigurarea continuității și dezvoltării societății, putem identifica patru componente principale ale acestui flux de numerar (cash flow disponibil):

- fluxul de numerar rezultat din activitatea de exploatare a întreprinderii, echivalent cu excedentul brut din exploatare;
- economia de impozit realizată de societatea comercială prin deductibilitatea cheltuielilor financiare cu dobânzile, reprezentând mărimea impozitului pe care întreprinderea nu-l plătește datorită deductibilității acestor cheltuieli. Această economie de impozit, ce majorează mărimea cash flow-ului disponibil, va fi realizată numai pe perioada cât societatea obține profit din activitatea de exploatare;
- capitalul de lucru net (*net working capital*), reprezentat de activele circulante implicate în desfășurarea activității curente a societății din care sunt deduse datoriile de exploatare sau alte resurse atrase pe termen scurt pentru finanțarea lor. Creșterea capitalului de lucru net implică alocări suplimentare de numerar, fapt ce duce la diminuarea mărimii cash flow-ului disponibil;
- investițiile în active imobilizate ce ar trebui efectuate de către întreprindere pentru menținerea și dezvoltarea capacității actuale de producție. Este astfel evident rolul cheltuielilor cu amortizarea, atât ca element de cheltuială deductibilă ce generează pentru întreprindere o economie de impozit, cât și ca posibilă alocare în investițiile de menținere a capacităților de producție existente. Din această perspectivă se observă necesitatea realizării unei amortizări a activelor imobilizate cât mai apropiată de





UNIUNEA EUROPEANĂ



deprecierea economică efectivă a acestora, fapt îngreunat de impactul inflației asupra prețului negociat pe piața acestor active.

Investițiile de dezvoltare reprezintă alocări de fonduri pentru achiziția de noi active în scopul creșterii capacității de producție existente în cadrul întreprinderii.

### ***1. Estimarea cash flow-ului disponibil***

Pornind de la componentele principale ale cash flow-ului disponibil, acesta poate fi estimat pe baza următoarei formule de calcul:

$$CFD = EBE \times (1 - \tau) + (Dob. \times \tau) - \Delta Inv. - \Delta ACR_{nete}$$

unde:

***EBE*** = excedentul brut din exploatare

***Dob.*** = cheltuieli anuale cu dobânzile înregistrate de societate

***\Delta Inv.*** = mărimea investițiilor/dezinvestițiilor în active imobilizate realizate de societate în exercițiul financiar respectiv

***\Delta ACR<sub>nete</sub>*** = variația nivelului capitalului de lucru net implicat în activitatea productivă a întreprinderii

***ACR<sub>nete</sub>*** = active circulante – datorii curente

Pentru estimarea cash flow-ului disponibil metoda cea mai frecvent utilizată este cea în cascadă. Se pornește astfel de la cash flow-ul rezultat din activitatea de exploatare a societății sau din întreaga activitate de gestiune. Acesta reprezintă totalitatea fluxurilor de numerar la dispoziția întreprinderii pentru autofinanțarea activității sale, respectiv remunerarea investitorilor săi. Această mărime este diminuată cu suma alocărilor de numerar pentru menținerea sau dezvoltarea capacităților de producție existente, precum și a capitalului de lucru net. Se ajunge astfel la valoarea cash flow-ului disponibil ce urmează a fi repartizat acționarilor, respectiv creditorilor întreprinderilor.

Valoarea *cash flow-ului din exploatare*, ce reflectă fluxul de numerar rezultat din această activitate, se estimează pe baza următoarei formule de calcul:



$$CF_{expl} = RE + Amo - Impozitul\ pe\ profit$$

unde:

$CF_{expl}$  = cash flow-ul din exploatare

$RE$  = rezultatul exploataării

$Amo$  = cheltuieli anuale cu amortizarea activelor imobilizate

Cash flow-ul de gestiune se determină în cazul în care și celelalte activități ale întreprinderii (de investiție sau de finanțare) aduc fluxuri importante de numerar.

$$CF_{gest} = PN + Dob + Amo$$

unde:

$CF_{gest}$  = cash flow-ul de gestiune

$PN$  = profitul net (rezultatul exercițiului)

$Dob$  = cheltuieli anuale cu dobânzile de plată

$Amo$  = cheltuieli anuale cu amortizarea activelor imobilizate

În funcție de preponderența fluxurilor de numerar generate de activitățile desfășurate de întreprindere se determină cash flow-ul disponibil.

Așa cum a fost definit inițial, cash flow-ul disponibil ( $CFD$ ), reprezintă fluxul net de numerar care se distribuie acționarilor și creditorilor pentru remunerarea aporturilor aduse de către aceștia în întreprindere, după acoperirea necesităților de creștere economică a firmei (investiții + menținerea capacității de producției existente).

Formula de calcul a  $CFD$  este următoarea:

$$CFD = CF_{gest} - \Delta IMO - \Delta ACR_{nete}$$

Cele două formule de calcul a cash flow-ului disponibil conduc la același rezultat. Ele diferă numai ca perspectivă din care este analizat.

O valoare negativă a  $CFD$  indică atragerea de către întreprindere de noi resurse de la acționari sau creditori, aceasta fiind o situație normală în cazul dezvoltării societății. Însă în cazul



unei

întreprinderi ajunsă la maturitate obținerea de

*CFD* negativ indică grave probleme de gestiune.

*CFD* ce revine acționarilor poate fi estimat astfel:

$$CFD_{act} = Div. - \Delta CPR$$

unde:

*CFD<sub>act</sub>* = cash flow-ul disponibil ce revine acționarilor

*Div* = dividende repartizate acționarilor

*ΔCPR* = variația capitalurilor proprii ca rezultat a majorării sau reducerii capitalului social

*CFD* ce revine creditorilor se poate determina astfel:

$$CFD_{cr} = Dob. - \Delta Dat. fin$$

unde:

*CFD<sub>cr</sub>* = cash flow-ul disponibil ce revine creditorilor

*ΔDat.fin.* = variația volumului datoriilor financiare contractate de societate de la terți (în această categorie nu intră datoriile din exploatare).

Prin urmare, *CFD* al întreprinderii este format din cash flow-ul disponibil acționarilor (*CFD<sub>act</sub>*.) și cash flow-ul disponibil creditorilor (*CFD<sub>cr</sub>*).

$$CFD = CFD_{act} + CFD_{cr}$$

Pe baza acestor cash flow-uri poate fi evaluată valoarea întregii întreprinderi, a capitalurilor sale proprii sau a datoriilor. Investitorii unei întreprinderi sunt interesați să compare câștigul pe care îl pot obține prin plasarea banilor în diferite oportunități de investiții. În acest fel, luând ca reper mărimea costului de oportunitate (valoarea rentabilității pierdute în raport cu celelalte oportunități de investiții), aceștia pot estima dacă, după un an de funcționare a întreprinderii, valoarea capitalului investit se diminuează sau deopotrivă, crește.

Din perspectiva unui acționar valoarea actuală a capitalului investit se poate determina astfel:

$$V_0CPR = \frac{CFD_{act} + CPR_1}{1 + K_c}$$



unde:

$V_0CPR$  = valoarea actuală a capitalurilor proprii

$CFD_{act}$  = mărimea cash flow-ului estimat ce urmează a fi alocat acționarilor

$CPRI$  = valoarea capitalurilor proprii la sfârșitul exercițiului financiar

$Kc$  = costul de oportunitate aferent capitalurilor investite la același nivel de risc

Din perspectiva unui creditor, valoarea actuală a capitalului investit se determină astfel:

$$V_0Dat.fin. = \frac{CFD_{cr} + DAT_{fin1}}{1 + K_d}$$

unde:

$V_0DAT_{fin}$  = valoarea actuală a datoriilor financiare contractate de întreprindere

$CFD_{cr}$  = mărimea cash flow-ului estimat ce urmează a fi alocat creditorilor

$DAT_{fin1}$  = valoarea datoriilor financiare la sfârșitul exercițiului financiar

$Kd$  = costul de oportunitate aferent capitalurilor investite la același nivel de risc

Analiza fluxurilor de numerar poate fi folosită atât de manager, pentru o mai bună gestiune a activității, cât și de investitori, pentru estimarea valorii investițiilor făcute de aceștia în întreprinderea respectivă.

## 2. Teorii privind politica de dividend

Datorită diversității modalităților de abordare a acestuia, teoria financiară consideră politica de dividend drept un teren de studiu extrem de interesant. Studiile referitoare la politica de dividend au încercat să ofere răspuns la întrebări precum: “Care este scopul distribuirii dividendelor?”, “Care este politica optimă de dividend?”, Care este impactul dividendelor asupra valorii firmei?”.

Studiile referitoare la politica de dividend, extrem de diverse, au în vedere două tipuri de modele: pe de o parte există modele care încearcă oferirea unui standard în distribuirea de dividende, printre care pot fi enumerate teoriile lui Miller și Modigliani, Walter sau Bhattacharya. Pe de altă parte există modele care pornesc de la practică și care încearcă identificarea cauzelor pentru care politica de dividend aleasă a fost practică de firma analizată. În această categorie este inclus studiul lui Litner, bazat pe analize empirice.

Un factor cu impact deosebit de important asupra politicii de dividend îl constituie țara pentru care s-a realizat studiul. G. Frankfurter și R. Wood precizau într-un studiu consacrat politicii de dividend: *“Problema plății de dividende a firmelor constituie un fenomen cultural, influențat de obiceiuri, convingeri și reglementări, opinia publică, percepții și istorie, condițiile economice generale și alți factori, toți în permanentă schimbare și cu impact diferit asupra firmelor. În aceste condiții ea nu poate fi modelată matematic și uniform pentru toate firmele și pentru toate momentele.”*

Din punct de vedere istoric, se constată o succesiune în timp, de la teoriile cu caracter normativ, considerate drept clasice în domeniu, către teorii mai moderne precum teoria semnalului și teoria de agent.

O perioadă îndelungată dividendele au fost considerate ca mijloc de transmitere a informațiilor referitoare la performanțele viitoare ale firmei. Studiile recente argumentează existența dividendelor prin prisma probabilității de a monitoriza activitatea managerilor, făcându-se astfel apel la teoria de agent.

### ***2.1. Practica distribuirii dividendelor în firmele mari***

În cadrul studiilor ce abordează modul de aplicare a politicii de dividend se evidențiază trei modalități fundamentale de acțiune în repartizarea profitului net:

- politica reziduală, reprezentând o aplicare a modelului teoretic al lui Walter J.E;
- politica ratei constante, constând în promovarea unui raport constant între dividend și profit;
- politica sumei constante sau a unuia în continua creștere;

**Politica reziduală** are ca efect generarea unui flux de dividende anuale fluctuante, acestea fiind plătite numai după satisfacerea finanțării proiectelor de investiții, în condițiile păstrării unui raport dorit între datorii și capitaluri proprii.

Dividendele sunt așadar o funcție de investiții:

$$Dt = Dt(It)$$

unde:

$D$  = dividendul

$I$  = investițiile                      cu:  $\frac{\delta Dt}{\delta It} < 0$

Practica a demonstrat că nu întotdeauna se poate realiza o distribuire a dividendelor nule, proprietarii reacționând uneori negativ la asemenea decizii.

Ameliorarea acestei politici se poate realiza prin organizarea unei limite minime de repartizare a dividendului, respectiv o politică de tipul:

$D_t = Dt(It)$                       cu restricția  $D_t \geq D_{min}$

Aplicarea acestei politici ar trebui însă condiționată de o nouă limitare, aceea ca firma să nu distribuie un dividend mai mic decât cel de anul anterior. În aceste condiții s-ar considera că firma nu funcționează la fel de performant ca în anul trecut.

**Politica ratei constante**, în funcție de profitul net realizat, generează o mare variabilitate a dividendului repartizat. Această politică, aparent stabila, nu poate fi aplică în condițiile în care profitul variază.

$D_t = d Pn_t$

unde:

$d$  = rata de repartizare a dividendului

$Pn_t$  = profitul net obținut în anul  $t$

Datorită acestei variabilități, în cazul marilor firme, această politică nu este aplicabilă. Pentru a putea fi implementată, politica de dividend ar trebui să evolueze după următoarea funcție:

$D_t = D_0 + dI(Pn_t - D_0)$ , pentru  $Pn_t \geq D_0$

$D_t = D_0$ , pentru  $Pn_t < D_0$



unde:

$D_0 = \text{mărima dividendului minim acceptat}$

Se poate constata, în aceste condiții, că firma ar trebui să distribuie dividend chiar și în cazul în care nu ar avea profit, situație ce nu poate fi aplicabilă în condițiile legislației din țara noastră. În aceste condiții  $D_0$  reprezintă dividendul curent iar  $d_t(Pn_t - D_0)$  reflectă mărimea extradividendului.

**Politica de distribuție a unui dividend în sumă fixă** sau eventual cu o rată de creștere ( $g$ ) crează premisele aplicării modelului lui *Gordon–Shapiro*. Prin aplicarea acestei politici pot fi realizate necesitățile de semnalizare ale firmei pe piață (dividendele cresc permanent iar acțiunile devin din ce în ce mai atractive pe piață), însă acest fapt va duce la erodarea capacității investiționale a firmei. Dacă ne raportăm la un anumit interval de timp  $t$  putem observa faptul că nici o firmă nu poate crește pe un orizont de timp infinit.

**În practică, firmele** nu procedează la creșterea dividendelor cu o rată constantă. Creșterea sumei acestora se realizează numai atunci când există certitudinea că această plată se va putea repeta în viitor.

**În concluzie**, rezultă că, pentru societățile cotate această variabilă “dividend” trebuie manipulată cu deosebită atenție. Plata dividendului este necesară pentru sporirea încrederii investitorilor, dar fixarea lor la un nivel ridicat poate avea efecte adverse precum reducerea capacității investiționale a firmei sau creșterea sarcinilor fiscale ale acționarilor.

## 2.2. Practica distribuirii dividendelor în firmele mici

În cazul firmelor mari, cotate, am observat că există o anumită constrângere, dictată de mediul financiar în care acestea acționează și, în special, de necesitățile de semnalizare a pieței. Spre deosebire de acestea, firmele mici au mai multă flexibilitate în privința politicii de dividend. Acestea pot să opteze, în funcție de obiectivele proprii, pentru o politică de dividend sau pentru alta.



UNIUNEA EUROPEANĂ



În anul 1976, Fischel Black, comenta într-un articol că pentru un investitor rațional, dividendele au doar rolul de semnalizator, ele nu au un impact asupra valorii întreprinderii sau asupra rentabilității și a riscurilor sale. Acest rol poate fi jucat și de situațiile financiare periodice, desigur nu se refera la datele contabile în formă brută, ci la cele corectate în funcție de necesitățile informaționale, motiv pentru care, autorul, în perspectivă, previziona dispariția dividendelor.

Această necesitate de semnalizare, în cazul firmelor mici, nu mai apare cu atâta pregnanță.

Gerard Hirigoyen, în anul 1984, constata că 86% dintre firmele mici franceze nu distribuie dividende și nu-și majorează capitalul social, lucru ce confirmă dezvoltările recente ale teoriei financiare. Managerii acestor firme, în cele mai multe cazuri și acționarii, preferă să procedeze la supradimensionarea cheltuielilor de protocol, în loc să distribuie total sau parțial dividende.

**Concluzionând**, rezultă că, în cazul firmelor mici, politica de dividend este mult mai flexibilă, conflictele potențiale dintre stakeholderi nu sunt atât de acute și, ca atare, nu este necesară distribuirea de dividende ca mijloc de monitorizare a managerilor. Aceștia de cele mai multe ori coincid cu proprietarii.

### ***2.3. Practica distribuirii dividendelor în firmele românești***

Să răsplățiți investitorii, pentru că au avut încredere și au cumpărat acțiuni, oferindu-le dividende pe măsura profitului sau să le ceri să “strângă cureaua”, pentru a rezista celei mai grave crize economice din ultimii 70 de ani? Aceasta este dilema ce macină majoritatea managerilor din firmele ce acționează în economia românească.

Noua legislație privind dividendele, care permite firmelor să le distribuie după încheierea fiecărui trimestru al anului, reprezintă o normalizare a situației, întrucât decizia economică de a distribui sau nu dividende în cursul anului ar trebui să revină investitorilor și nu statului. Totuși, firmele care vor apela, probabil, cel mai des la acest tip de distribuție sunt cele mici, în contextul în care anumite companii, precum cele listate, trebuie să îndeplinească cerințe de raportare destul de costisitoare. Schimbarea este benefică societăților comerciale românești, deoarece va elimina multe dintre situațiile artificiale, cum sunt renumitele „cheltuieli de protocol” nedeductibile fiscal sau „avansurile către acționari”



Teoreticienii români care studiază fenomenul dividendului distribuit acționarilor<sup>1</sup> constată că, în general, la nivelul firmelor se adoptă trei grupe de politici:

- politici de participare directă la profit, caracterizate prin asigurarea unei rate relativ constante de distribuire a dividendului. În contextul aplicării acestei politici, o firmă care obține performanțe nesatisfăcătoare va repartiza pentru redresare și dezvoltare o pondere din profitul net egală cu cea pe care ar repartiza-o și în cazul în care ar obține rezultate foarte bune. Aceasta este o politică inflexibilă, necoordonată cu realitățile concrete cu care se confruntă firma, respectiv cu oportunitățile de dezvoltare ale acesteia și care favorizează managerii și salariații, care astfel pot opta între câștiguri mai mari cu eforturi mai mari sau câștiguri mai reduse fără eforturi deosebite. Favorizarea managerilor și a salariaților apare în condițiile în care aceștia beneficiază de o sumă fixă sub formă de salarii, așa cum este cazul cu majoritatea firmelor, cel puțin pentru salariați și, care nu vor fi interesați de participarea la obținerea de profituri mar;
- politica de repartizare a unui dividend constant sau în creștere cu o anumită rată constantă, ambele dau un grad de certitudine acționarilor și sunt direcționate spre satisfacerea intereselor acestora. Aceste politici acordă o atenție deosebită imaginii exterioare a întreprinderii și ar trebui preferate în special de către firmele cotate;
- politica reziduală a dividendului, este cea în care se vor distribui dividende doar în cazul în care au mai rămas fonduri disponibile, după realizarea tuturor investițiilor eficiente. În această situație, cât timp vor exista oportunități de investiții caracterizate printr-o valoare actuală netă pozitivă în cadrul societății, aceasta nu va repartiza dividende. Acționarii vor fi remunerați în viitor, pe seama unor cash flow-uri majorate. Această politică este incompatibilă cu logica bursieră a investitorilor, care vor recepționa astfel de mesaje ca semnale ale unor performanțe necorespunzătoare ale firmei, cu toate că ea a fost practică în momentele de start ale majorității firmelor mari de astăzi.

Fiecare dintre aceste politici prezintă avantaje din anumite puncte de vedere și dezavantaje din altele, ceea ce face extrem de discutabilă ideea de politică de dividend perfectă.

### 3. Concluzii

Cantitatea și calitatea activității unei firme precum și modul de gospodărire a capitalului se reflectă prin profitul obținut de aceasta. Astfel, principale căi de creștere a profitului sunt:

1) reducerea costurilor de producție, principala modalitate de creștere a profitului. Astfel dintre factorii cu influență directă asupra reducerii costurilor menționăm:

- creșterea productivității muncii, influențează reducerea costurilor și creșterea profitului atât prin diminuarea cheltuielilor fixe, cât și prin modificarea ponderii salariilor în totalul cheltuielilor de exploatare, ca urmare a obținerii unei producții mai mari într-o unitate de timp de muncă;
- promovarea metodelor moderne de management al producției și al muncii, contribuie deasemeni la reducerea costurilor și creșterea corespunzătoare a profitului;
- reducerea cheltuielilor materiale de producție, se referă la folosirea rațională, eficientă și la reducerea consumurilor pe unitatea de produs de materii prime, materiale, energie, combustibil, la reciclarea materialelor secundare etc.;
- accelerarea vitezei de rotație a activelor circulante duce la scăderea costurilor și la creșterea corespunzătoare a masei profitului prin faptul că o serie de cheltuieli fixe sunt repartizate la o producție mai mare obținută cu aceeași cantitate de active circulante.

2) creșterea prețului de vânzare al produselor și serviciilor în condițiile menținerii sau a diminuării costului de producție. Diferențele dintre prețul de vânzare al produselor și costul produselor determină profitul brut al întreprinderii. Acest profit sporește în condițiile creșterii prețului de vânzare sau a reducerii costului de producție.

Pentru atragerea clienților fiecare producător va fi tentat să scadă prețul de vânzare până la nivelul care îi asigură un profit suficient pentru continuitatea activității.