

UNIVERSITATEA EUROPEANĂ "DRĂGAN" DIN LUGOJ
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE

GESTIUNE FINANCIARĂ

PARTEA I

GESTIUNEA FINANCIARĂ PE TERMEN LUNG. GESTIONAREA ACTIVELOR STABILE

1. OBIECTIVELE SOCIETĂȚILOR COMERCIALE ȘI CONȚINUTUL GESTIUNII FINANCIARE

1.1. Sistemul obiectivelor generale și financiare

Diversitatea statutului juridic și al obiectului de activitate constituie caracteristici importante ale societăților comerciale care funcționează în economie. **Obiectivul general** îl constituie **desfășurarea unei activități rentabile**, în scopul maximizării beneficiului (profitului). Realizarea acestuia are ca scop asigurarea unui flux permanent de beneficii pe seama căruia să se poată asigura:

- **recompensarea** sub formă de dividende a **capitalului investit** de acționari sau asociați (persoane fizice și/sau juridice);
- **un flux de autofinanțare durabil** care să poată contribui la creșterea și menținerea pe piață a societății comerciale.

Sub presiunea puterii publice, a organizațiilor sindicale și ale consumatorilor, societățile comerciale (în special cele de mari dimensiuni) sunt constrânse la o **diversificare a obiectivelor** pe piață. Alături de obiectivele pur economice, prin reglementări de natură juridică și/sau contractuală, acestea trebuie să urmărească realizarea unor **obiective sociale, etice și ecologice**. Aplicarea acestora nu trebuie să influențeze negativ autonomia societăților comerciale sub aspect juridic și financiar. În caz contrar, alterarea echilibrului financiar poate conduce în final fie la încetarea afacerii (prin faliment), fie la abandonarea acesteia (prin migrarea capitalului).

Discuțiile cu privire la natura obiectivelor și modul de realizare al acestora în practică au generat diverse **teorii**. Cele mai importante sunt: teoria financiară sau teoria economică neoclasică, teoria managerială sau teoria conducerii, teoriile comportamentale.

- **Teoria financiară sau teoria economică neoclasică** susține raționalizarea deciziilor de gestiune financiară în scopul realizării **maximizării fluxurilor de beneficii**. Realizarea acestui obiectiv fundamental necesită **studiul rentabilității** activității societății comerciale. În condițiile existenței pieței bursiere care asigură evaluarea acțiunilor societăților cotate, se preferă ca în loc de beneficii (profit) să se analizeze averea acționarilor, respectiv valoarea la bursă a acțiunilor emise de societate (respectiv capitalizarea bursieră: cursul acțiunilor x numărul total de acțiuni).

- **Teoria managerială sau teoria conducerii** susține că în scopul realizării creșterii nivelului asigurării echilibrului financiar al societăților comerciale, deciziile de gestiune financiară trebuie să

urmărească maximizarea unei funcții de utilitate, în condiții de rentabilitate. Funcția de utilitate pe care managerii societății comerciale trebuie să o maximizeze conține următoarele variabile: volumul investițiilor, costurile, personalul angajat, veniturile salariale. Maximizarea funcției implică realizarea unui flux minim de beneficii (profit).

- **Teoriile comportamentale** cuprind un ansamblu de teorii clasice, care au în vedere obiectivele persoanelor și grupurilor de interese care compun societatea comercială. Acestea negociază un nivel minim al obiectivelor urmărite, respectiv: segmentul de piață, stocurile, producția, vânzările, profitul. Obiectivele gestiunii financiare sunt influențate de conceptul de “slack organizațional”. Acesta constituie un excedent de persoane și grupuri de persoane pentru a rămâne în societate.

Teoriile expuse au contribuit în timp la stabilirea principalelor obiective economice și ulterior a celor de natură financiară, care trebuie promovate, realizate și controlate prin decizii specifice gestiunii financiare.

În consecință, **obiectivele generale cu caracter final** care revin managerilor societăților comerciale sunt:

- **menținerea societății pe piața concurențială;**
- **creșterea economică** la nivelul societății comerciale ;
- **rentabilitatea**, în scopul asigurării unui flux durabil de beneficii (profit).

În România s-a asimilat categoria de profit (și în planificarea și în raportarea financiară, precum și în contabilitate). Așa că, atunci când facem referire la beneficiu, acesta trebuie asimilat și cu denumirea de profit.

Stabilirea obiectivelor generale constituie baza de referință în **elaborarea obiectivelor financiare**, care trebuie realizate în practică de managerii societății comerciale. **Obiectivele financiare** prin care se realizează obiectivele generale sau finale specifice societăților comerciale sunt:

- **asigurarea echilibrului financiar dinamic**, în scopul menținerii poziției societății comerciale pe piața concurențială;
- **asigurarea rentabilității financiare**, în scopul recompensării capitalului utilizat în condiții de risc;
- **asigurarea creșterii**, prin sporirea (majorarea) segmentului de piață deținut;
- **asigurarea flexibilității societății comerciale** la situațiile conjuncturale, prin promovarea unor politici adaptate evoluției mediului de afaceri. În funcție de rentabilitatea investițiilor existente, managerul financiar poate decide amânarea utilizării capacităților de finanțare disponibile, în scopul găsirii unor noi oportunități mai rentabile. Acesta poate promova o politică ofensivă, atunci când urmărește diversificarea surselor de profit, iar potențialul financiar și mediul concurențial sunt favorabile susținerii creșterii și expansiunii pe piață. În schimb, în condiții de recesiune

sau de fluctuații, politica promovată de manageri trebuie să asigure adaptarea societății comerciale la dificultățile de natură economică și financiară noi apărute.

Obiectivele expuse pot fi sistematizate, pentru a avea o imagine de ansamblu asupra problemelor care se impun a fi rezolvate de managerii societăților comerciale. În același timp, se impune a reliefa instrumentele de analiză utile în activitatea decizională.

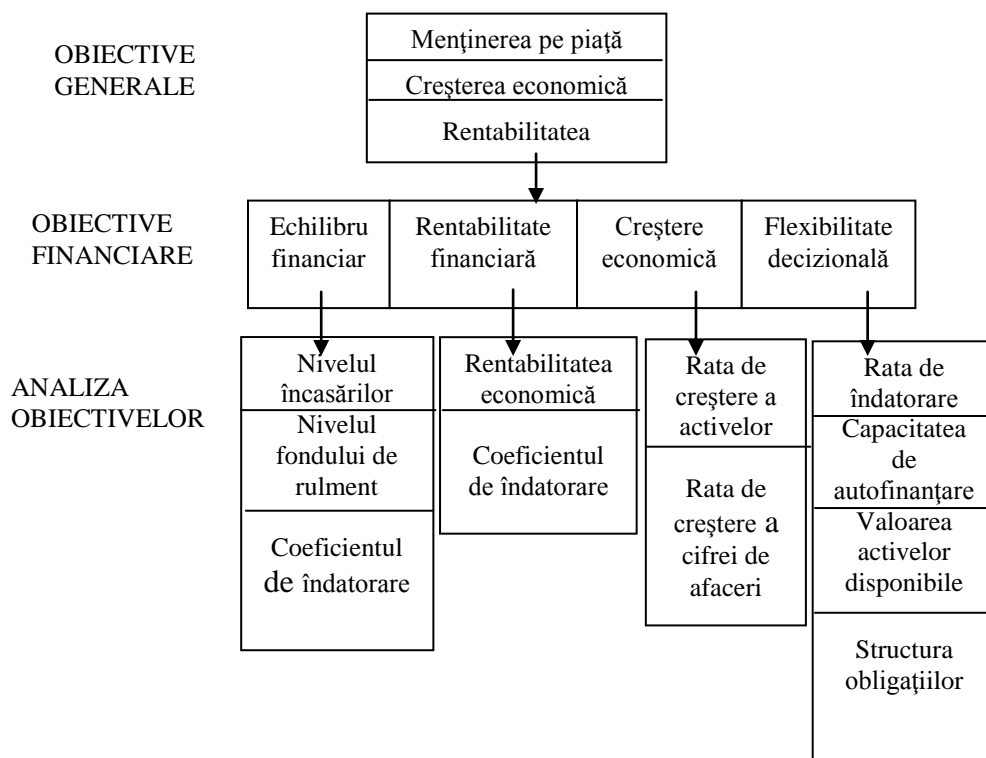


Fig. 1.1 Sistemul de obiective și analiza acestora la nivelul unei societăți comerciale

În decursul timpului, ponderea obiectivelor expuse variază atât la nivelul aceleiași societăți comerciale, cât și de la o societate comercială la alta.

Managerii unei societăți comerciale nou înființate se confruntă cu necesitatea menținerii și consolidării poziției acesteia pe piață. Aceștia acordă prioritate asigurării resurselor financiare necesare finanțării activității de exploatare. Pentru realizarea unor investiții care să asigure dezvoltarea societății comerciale, managerii preferă obținerea unor finanțări pe termen scurt de la instituțiile bancare.

În perioada de consolidare a poziției pe piață, managerii acordă prioritate obiectivului de asigurare a creșterii economice, prin promovarea unor programe de investiții productive. În acest scop, aceștia caută să identifice și să obțină resurse de finanțare pe termen mediu și lung.

Altele sunt obiectivele prioritare cu care se confruntă **managerii unei societăți comerciale care deține un potențial tehnic, uman, comercial și financiar important.** Aceștia urmăresc să identifice noi oportunități de dezvoltare pe segmentul de piață deținut și chiar pătrunderea pe

alte segmente, prin diversificarea afacerii. Analiza oportunităților poate genera fie noi investiții productive, fie participații financiare. A doua opțiune contribuie la transformarea societății comerciale în mod treptat fie într-un holding, fie într-o societate financiară al cărei obiectiv prioritar devine activitatea de administrare a unui portofoliu de titluri de participare. Aceste societăți comerciale dispun de o bună capacitate de autofinanțare, au acces pe piețele de capital și nu depind în mod exclusiv de finanțările de pe piața monetară a creditului.

Elaborarea de către managerii societăților comerciale a unei strategii capabile să transpună în practică obiectivele stabilite reflectă arta acestora de a conduce și gestiona. În această activitate, obiectivele financiare trebuie integrate în ansamblul obiectivelor generale.

Obiectivele generale sunt, după cum am văzut, dinamice. Unele dispar, altele apar. Este evoluția istorică.

În cadrul obiectivelor generale mai pot fi incluse “creșterea valorii societăților comerciale” (care este strâns legată de concurența de pe piață), “crearea de bunăstare celor din jur” (obiectiv important în cadrul procesului de globalizare). Acest ultim obiectiv este legat de continuitatea societății comerciale, de înțelegerea acesteia de către salariați și acționari. Acesta constituie locul generator de valoare adăugată capabilă să satisfacă, pe durata existenței sale, cerințele și necesitățile atât celor din interiorul, cât și celor din exteriorul său.

1.2. Conținutul gestiunii financiare

Fiecare societate comercială are propriile sale obiective strategice pentru a căror realizare este necesar un ansamblu de decizii de natură economică și financiară. Acestea reflectă strategia sa pe piață. Dacă combinarea obiectivelor economice reflectă politica economică, constrângerile financiare necesită elaborarea unor decizii de politică financiară. **Rolul fundamental al politicii financiare** este de a **proteja patrimoniul** și de a asigura **independența financiară** a societății comerciale, în condițiile gestionării eficiente a resurselor limitate. **Scopul final** este de a asigura **consolidarea și creșterea valorii averii** acționarilor.

Gestiunea financiară constituie expresia politicii financiare promovate de manageri, în scopul transpunerii în practică a deciziilor stabilite de acționarii societății comerciale. Activitățile specifice acesteia sunt extrem de diverse, iar informațiile sunt indispensabile în procesul de luare a deciziilor.

Sub aspect metodologic, gestiunea financiară utilizează un **ansamblu de concepte și tehnici**, dintre care unele sunt preluate din economie, drept, contabilitate, statistică, informatică, matematică.

Gestiunea financiară a preluat **din economie** și a aplicat în domeniul deciziilor de finanțare pe termen lung și de investiții concepte specifice:

- **teoriei financiare (sau neo-clasice)**, privind obiectivele societăților comerciale;

- **altor teorii neo-clasice**, preluate din **teoria portofoliilor și teoria costului capitalului**.

Deciziile de selectare a resurselor financiare necesare finanțării activităților de exploatare și/sau de investiții au evoluat sub influența modelelor piețelor de capital și monetare specifice economiei financiare.

Influența dreptului asupra gestiunii financiare se regăsește în deciziile financiare cu privire la:

- emisiunea de acțiuni noi;
- emisiunea de acțiuni prin încorporarea rezervelor (acțiuni gratuite);
- estimarea și analiza fluxurilor financiare, având în vedere influența reglementărilor de drept fiscal.

Există confluente și divergențe între gestiunea financiară și contabilitate? Răspunsul este afirmativ. **Contabilitatea generală** influențată de dreptul patrimonial **se caracterizează printr-o logică patrimonială**, utilizând concepte precum: venituri, obligații, variații pozitive și negative ale patrimoniului. În schimb, **gestiunea financiară** se caracterizează printr-o **logică financiară**, fiind interesată de **fluxurile monetare** (încasări și plăți) și de **soldul acestora (variațiile de lichidități)**. Ori, între venituri și încasări pe de o parte și respectiv între obligații și plăți există diferențe. Totuși, informațiile contabile oferite de documentele de sinteză (bilanț, cont de profit și pierderi, tabloul de finanțare) specifice contabilității generale sunt utilizate de gestiunea financiară în activitatea de analiză și diagnostic financiar a societăților comerciale. La rândul său, **contabilitatea analitică** asigură informațiile necesare elaborării **proiectelor de investiții și analizei rezultatelor**.

Gestiunea financiară utilizează **matematica financiară și statistica** în activitatea de elaborare a unor modele decizionale, în scopul optimizării încasărilor, selecției investițiilor, simulării cash-flow-urilor unor proiecte de investiții. Modelarea și simulările financiare nu ar fi posibile fără contribuția **informaticii**.

În concluzie, **managerul financiar utilizează concepte și tehnici:**

- proprii gestiunii financiare: fond de rulment, cash-flow;
- provenite din alte domenii: fluxuri reale, fluxuri monetare, stocuri, valoare, risc, bilanț, cont de profit și pierderi, modelare, simulare, analiză.

Rezolvarea problemelor specifice gestiunii financiare necesită o abordare interdisciplinară.

Sub aspect teoretic, gestiunea financiară constituie o disciplină de sinteză. Dar sub aspect practic?

În vederea realizării obiectivelor stabilite prin politica generală a societății comerciale, managerul financiar își fundamentează deciziile pe baza informațiilor oferite de gestiunea financiară. Acestea privesc: fluxurile de capital, fluxurile de finanțare, fluxurile nete de lichidități,

fluxurile de investiții, fondul de rulment, necesarul de fond de rulment, solvabilitatea, lichiditatea, capacitatea de plată, rata rentabilității, rata creșterii economice etc.

Gestiunea financiară prognozează, controlează, analizează și reglează, sub aspect financiar, activitățile desfășurate la nivelul societății comerciale. Aceasta asigură desfășurarea normală a activităților și urmărește consecințele financiare ale complexului decizional (acționari, manageri, decidenți publici și monetari), asupra evoluției structurale și poziției pe piață a societății comerciale.

Din cele expuse reiese că, **gestiunea financiară** asigură în mod permanent **resursele necesare** derulării **în condiții optime** a activităților de exploatare și de investiții, **controlând** modul de utilizare a acestora, în vederea asigurării **rentabilității și consolidării** poziției pe piață a societății comerciale. În acest scop **optimizează** fluxurile de capital (propriu și împrumutat), fluxurile de investiții, fluctuațiile stocurilor, fluxul datoriilor financiare, soldurile de trezorerie. Aceasta contribuie la utilizarea eficientă, în condiții de performanță, a potențialului financiar, uman, tehnic de care dispune societatea comercială.

Rezultă că, în practică, sfera gestiunii financiare este vastă, iar activitățile care trebuie previzionate, analizate, controlate și reglate sunt eterogene. Se impune, prin urmare, o abordare conceptuală cu caracter integrator, care să reliefeze dinamica actului decizional, prin care trebuie să se atingă finalitatea prestabilită. În concluzie, **gestiunea financiară cuprinde:**

- **sistemul deciziilor financiare**, destinate aplicării în practică a strategiilor de exploatare, investiții, finanțare și distribuție a fluxurilor de beneficii (profit), în scopul consolidării și maximizării valorii societății comerciale;
- **ansamblul activităților** prin care se gestionează fluxurile capitalurilor proprii și împrumutate (credite bancare, împrumuturi obligatate, leasing), fluxurile de dezinvestire (cesiuni de active fixe și circulante), fluxurile de beneficii, se asigură echilibrul financiar dinamic și durabil între fluxurile de utilizări și resurse, în scopul maximizării rentabilității financiare în condiții de risc (economic, financiar, de faliment).

2. NECESARUL DE ACTIVE STABILE

Activele stabile reprezintă acele active care rămân la dispoziția întreprinderii o perioadă mai mare de un an și au o valoare mai mare decât limita stabilită prin lege.

Pentru a stabili necesarul de active stabile trebuie avute în vedere cele trei tipuri de imobilizări din cadrul unei întreprinderi: imobilizări corporale, necorporale și financiare.

Pentru a stabili necesarul de imobilizări corporale, respectiv mijloace fixe, trebuie avut în vedere volumul estimat al producției și randamentul utilajelor direct productive.

Asigurarea cu active stabile – se realizează printr-un proces numit **investiție**. Investiția reprezintă o alocare a unor lichidități prezente în scopul obținerii unor fluxuri de numerar viitoare. Investiția este supusă unui risc, de aceea calculele care vizează investiția au în vedere elementele de risc. O investiție se concretizează prin punerea în funcțiune a unor imobilizări, cu ajutorul cărora se transformă materiile prime în produse finite care prin valorificare vor aduce veniturile scontate.

Din punct de vedere al obiectivelor urmărite investițiile pot fi:

- a) de înlocuire – care vizează menținerea capitalului de producție prin înlocuirea utilajelor învechite sau uzate cu altele noi
- b) de dezvoltare – presupune dezvoltarea directă a capitalului de producție sau constituirea unor noi capitaluri de producție
- c) de modernizare – vizează îmbunătățirea parametrilor de funcționare a capitalului de producție
- d) strategice – vizează realizarea unor obiective pe termen lung

Orice investiție, orice proiect de investiție trebuie să includă următoarele **faze**:

- a) Planificare – care înseamnă dimensionarea necesarului de investiții, elaborarea variantelor de proiect, selecționarea variantelor și decizia privind varianta optimă.
- b) Implementarea – transpunere în practică a proiectului de investiție.
- c) Controlul realizării investiției

2.1. Elementele financiare ale unei investiții

1. **Cheltuielile inițiale** – sumele nete necesare documentării, constituirii și punerii în funcțiune a unei investiții.

Ele includ:

- cheltuieli de achiziție a imobilizărilor fixe
- cheltuieli de transport și montaj a imobilizărilor fixe

- cheltuieli cu necesarul de fond de rulment
- cheltuieli pentru specializarea personalului care va deservi mijloacele fixe respective
- valoarea activelor vândute, adică dacă din investiție se disponibilizează unele componente, ele pot fi valorificate la prețul pieței.

Aceste cheltuieli derivă din modificarea valorii de activitate, care se realizează de pe urma implementării investiției.

2. Durata de viață a investiției:

- Durata fiscală sau contabilă, care se stabilește conform duratei normale de utilizare, prevăzută de legea amortizării mijloacelor fixe pe grupe de active și ramuri de activitate. Aceasta este durata în care urmează să se recupereze valoarea imobilizărilor fixe.
- Durata tehnică, este durata de exploatare, dimensionată prin construcția și fabricarea mijloacelor fixe, ea depinzând de modul de exploatare, de întreținere, de reparare a mijloacelor fixe, de condițiile de exploatare, de mediul în care sunt exploatate. Durata tehnică poate fi mai mică sau mai mare decât durata fiscală, depinzând de factorii mai sus menționați.
- Durata comercială, este dată de durata de viață a produselor care se realizează cu acele mijloace fixe.
- Durata juridică, este dată de perioada de valabilitate a drepturilor de licență, de brevet, care urmăresc aceste active imobilizate.
- Durata optimă, înseamnă perioada în care efectele economice la unitatea de efort sunt maxime.

3. **Fluxurile financiare sau de trezorerie** ce se degajă în urma exploatării investiției. Cu aceasta intrăm în domeniul exploatării. Se compară cheltuielile cu veniturile, intrările cu ieșirile și se evaluează fluxurile bănești degajate de exploatare, adică cash-flow.

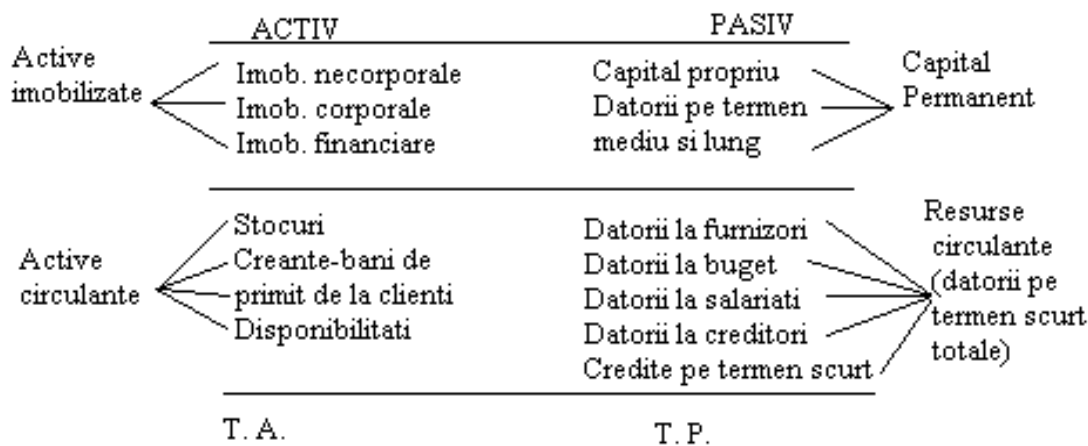
- Primul flux de trezorerie îl reprezintă **excedentul brut de exploatare EBE**, care este un surplus degajat din activitatea de exploatare față de cheltuielile de exploatare. Sunt necesare cheltuieli cu materiile prime, materialele, etc. și surplusul peste acoperirea acestor cheltuieli formează excedentul brut al exploatării

$$\mathbf{EBE = CA - CH. CU TERTII - CH. CU PERSONALUL}$$

- Excedentul de trezorerie al exploatării:

$$\mathbf{ETE = EBE - \Delta NFR}$$

- Cash - flow: **CF = ETE - IMP. PE PROFIT**



$$\begin{aligned} \text{NFR} &= \text{Active ciclice} - \text{Pasive ciclice} = \\ &= (\text{stocuri} + \text{creanțe}) - (\text{datorii pe termen scurt totale} - \text{credite pe termen scurt}) \end{aligned}$$

Necesarul de fond de rulment (NFR) reprezintă surplusul de active ciclice care nu este finanțat din pasivele ciclice și care va trebui finanțat din capitalul permanent (resursele stabile).

4. **Valoarea reziduală** – este valoarea care rămâne după expirarea perioadei de exploatare a obiectului investiției. Nivelul ei se stabilește prin estimarea prețurilor la care se vor valorifica activele fixe sau cele circulante la sfârșitul perioadei de viață a mijlocului fix.

5. **Rata de actualizare**

Toate calculele care se fac pentru obiectele de investiții se actualizează, ideea de bază fiind aceea de a face datele compatibile. Investiția o facem acum, dar fluxurile de numerar pe care le obținem în urma exploatării investiției le realizăm pe parcursul a 5-10 ani. De aceea actualizăm veniturile viitoare, adică le aducem în momentul efectuării investiției. Prin consens s-a stabilit, actualizarea la momentul investiției. Această actualizare o realizăm cu ajutorul ratei de actualizare. Se spune că această rată de actualizare reprezintă de fapt costul de oportunitate, care este dat de veniturile obținute prin investirea banilor în alt domeniu.

2.2. Fundamentarea deciziei de investiție

1. Fazele unui proiect de investiție
2. Documentele necesare
3. Criteriile de selectare a variantei de investiție

1. Fazele unui proiect de investiție

a) Faza investițională – este faza premergătoare derulării activității de investiție în care se decide oportunitatea și necesitatea investiției. În acest scop se elaborează un studiu de fezabilitate și un raport de evaluare a investiției.

b) Faza operațională – în care se realizează proiectare, construirea și punerea în funcțiune a investiției.

2. Documentele necesare

- a) Studiul de fezabilitate delimitează sectorul în care se include obiectivul de investiție, segmentul de piață căruia i se adresează, modul de valorificare a produselor.
- b) Studiul de fezabilitate – detaliază primul document, introducând elemente concrete și de detaliu privind piața produselor (potențială, probabilă), segmentele de consumatori, estimarea evoluției acestora, eficiența evoluției acestora, eficiența estimată a resurselor umane, nivelul tehnic, tehnologic al utilajelor și proceselor tehnologice care se vor practica, necesarul și resursele de aprovizionare, estimările privind veniturile și cheltuielile, estimări privind fluxurile de numerar ce se degajă, pragul de rentabilitate, rata internă de rentabilitate a proiectului.
- c) Studiul de deviz – este o situație centralizată a tuturor cheltuielilor necesare investiției:
- cheltuieli pentru construcții
 - cheltuieli cu transportul și montajul utilajelor
 - cheltuieli cu utilitățile
 - toate cheltuielile care sunt generate pentru punerea în funcțiune a obiectivului pentru investiție.
- Toate aceste documente trebuie întocmite cu foarte mare responsabilitate datorită importanței acestora.

3. Criterii de selectare a variantei de investiție

Sunt criteriile de acceptare a unui proiect, de ierarhizare și selecționare a acestora. În urma exploatării investiției se degajă fluxuri de numerar pe o perioadă de 5 – 10 ani, cât este de fapt durata de viață a investiției.

Pentru a face datele compatibile se utilizează fie factorul de multiplicare, fie cel de actualizare.

1. **Factorul de multiplicare** : $(1+k)^t$ este acel factor care ne permite să calculăm valoarea prezentă a unei sume trecute sau valoarea viitoare a unei sume prezente.

Să presupunem că avem o sumă S ce se investește cu o rată de fructificare K .

După primul an, al doilea.... vom avea:

- $S+S*K=S(1+K)$
- $S(1+K)+S(1+K)=S(1+K)(1+K)=S(1+K)^2$
- $S(1+K)+S(1+K)+S(1+K)=S(1+K)^3$
- $S(1+K)+... S(1+K)=S(1+K)^t$

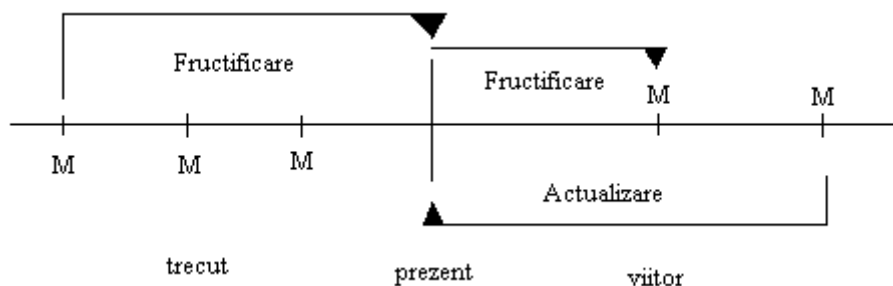
Valoarea viitoare a unei sume prezente S se va determina cu relația $S(1+K)^t$. Calculul s-a făcut pe baza tehnicii dobânzii compuse.

2. Factorul de actualizare $\frac{1}{(1+K)^t}$

Considerăm situația inversă, adică influența timpului poate fi privită și invers. Să se determine valoarea prezentă a unei sume viitoare. Într-o acțiune de investiție se poate, se prevede, ca în decursul derulării obiectivului, pe o perioadă de 5 ani să se obțină în ultimul an, un profit S . Valoarea prezentă a acestui profit se obține cu relația:

$$Sp = S \frac{1}{(1+K)^5} = S(1+K)^{-5}$$

O reprezentare grafică a acestor situații este următoarea:



- A. Primul criteriu de selecționare a proiectelor de investiții este **valoarea actuarială netă (VAN)** – reprezintă diferența dintre valorile actualizate ale fluxurilor de încasări și plăți (pozitive sau negative). VAN se poate determina prin metoda financiară (metoda fluxurilor) sau prin metoda beneficiilor contabile, rezultatul fiind același.

Metoda financiară:

- costul inițial al investiției : C
- fluxurile anuale de numerar previzionate pentru durata de viață a investiției – B_1, B_2, B_n
- rata actuarială a dobânzii : $K = \frac{D}{100}$
- valoarea reziduală a proiectului : V
- numărul de ani de funcționare a proiectului : n

$$VAN = -C + \frac{B_1}{(1+K)} + \frac{B_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{B_n}{(1+K)^n} + \frac{V}{(1+K)^n}$$

Valoarea reziduală se actualizează cu factorul de actualizare $\frac{1}{(1+K)^n}$ deoarece această valoare

reziduală o obținem la expirarea duratei de viață a investiției.

Dacă presupunem că $B_1, B_2 = B_n$ sunt egali și constanți, formula de calcul a VAN devine:

$$VAN = -C + B \frac{1 - (1 + K)^{-n}}{K} + \frac{V}{(1 + K)^n}$$

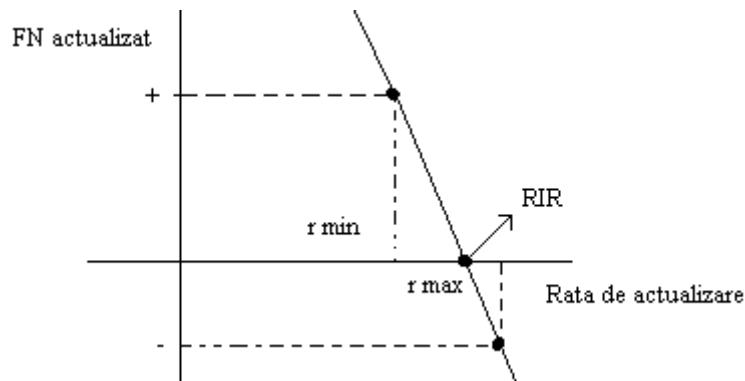
Se acceptă proiectele care obțin un VAN pozitiv, deoarece înseamnă că fluxurile de numerar previzionate, actualizate sunt superioare costului inițial al investiției.

B. Rata internă de rentabilitate (RIR) – reprezintă acea rata pentru care suma câștigurilor actualizate (fluxurile de numerar actualizate) este egală cu suma tuturor cheltuielilor actualizate. Mărima RIR se obține printr-o aproximare succesivă, adică se calculează fluxurile de numerar actualizate pentru o serie de rate de actualizare până când se identifică rata de actualizare ce face câștigul net actualizat pozitiv, dar foarte aproape de zero și rata de actualizare ce face câștigul net negativ, dar foarte aproape de zero. Rata căutată se găsește între cele două rate de actualizare menționate anterior.

$$RIR = r_{\min} + (r_{\max} - r_{\min}) \frac{FN^{r_{\min}}}{|FN^{r_{\max}} - FN^{r_{\min}}|}$$

Unde r_{\min} reprezintă rata de actualizare care pozitivează câștigul net, r_{\max} reprezintă rata de actualizare care negativează fluxul de numerar net, $FN^{r_{\min}}$ reprezintă câștigul net actualizat cu rata minimă și $FN^{r_{\max}}$ reprezintă fluxul de numerar (câștigul net) actualizat cu rata maximă.

Dacă reprezentăm grafic, RIR se va determina astfel:



RIR urmează a fi comparat cu rata dobânzii fără risc. Dacă RIR este mai mare decât Rd rezultă că proiectul va fi acceptat, adică avem garanția că din exploatarea investițiilor se obțin venituri mai mari decât Rd. Dacă RIR va fi mai mic decât Rd rezultă că proiectul va fi respins.

C. Indicele de profitabilitate (IP) – reprezintă valoarea actualizată netă ce revine la unele

investiții: $IP = \frac{VAN}{I} + 1$

3. AMORTIZAREA MIJLOACELOR FIXE

3.1. Definire și necesitate

Amortizarea reprezintă un proces financiar de repartitie și de recuperare a valorii deprecierei activelor corporale și necorporale. Există trei posibilități de abordare a amortizării:

1. Din punct de vedere al abordării juridico-contabile, amortizarea reprezintă valorile mijloacelor fixe, ca urmare a folosirii lor în timp. Indiferent de gradul și de condițiile în care se utilizează mijloacele fixe, din punct de vedere valoric ele sunt supuse unui proces de depreciere, corespunzător uzurii fizice și morale ale acestora. Această depreciere are un caracter pasiv de înregistrare a diminuării valorii mijloacelor fixe, simultan cu scurgerea timpului. Luarea în considerare a deprecierei valorice asigură reflectarea mijloacelor fixe la valoarea netă și stabilirea gradului de uzură. Uzura poate fi:

- fizică (care derivă din exploatarea mijloacelor fixe, și din simpla scurgere a timpului)
- morală (care reflectă apariția unor mijloace fixe mai performante pe piață)

2. Din punct de vedere al abordării economice, amortizarea reprezintă un proces de repartitie, altfel spus, amortizarea este privită ca o repartizare a consumului de mijloace fixe pentru o perioadă de timp, respectiv duratei normale de utilizare. Amortizarea este interpretată ca element de cost fix, care se repartizează pe exercițiul financiar, dar și pe produse și servicii executate. Repartizarea amortizării pe produse sau servicii prestate, se realizează după criterii specifice, după procedee și metode de calculație a costurilor.

3. Din punct de vedere al abordării financiare, amortizarea este tratată ca o sursă de reînnoire a mijloacelor fixe. Amortizarea este un proces de recuperare a sumelor investite în achiziționarea de imobilizări fixe. Cheltuiala cu investiția respectivă este realizată integral în momentul achiziționării mijloacelor fixe, ea urmând să fie recuperată prin amortizarea pe o durată normală de utilizare a mijloacelor fixe. Amortizarea reprezintă o sursă de finanțare, deoarece reprezintă o cheltuială care nu presupune o plată. Există posibilitatea, ca fondurile rezultate din amortizare să se reconstituie la sfârșitul exercițiului și să nu existe o destinație impusă a acestor surse provenite din amortizare (se pot achiziționa chiar materii prime, se pot plăti salariile, utilitățile, adică finanțarea ciclului de exploatare).

Operațiile care se derulează referitor la amortizare sunt:

- stabilirea amortizării pe fiecare exercițiu financiar;
- repartizarea amortizării în conturile de producție, aceasta deoarece în cele mai multe cazuri se acceptă repartizarea amortizării proporțional cu capacitățile de producție;
- recuperarea amortizării prin prețurile produselor realizate cu acele mijloace fixe;
- repartitia pe destinații legale a amortizării.

3.2. Elementele de calcul ale amortizării

- valoarea de amortizat;
- durata de serviciu;
- cota de amortizare.

Valoarea de amortizat poate fi:

- **Valoarea medie anuală** a mijloacelor fixe, care ia în considerare soldul mijloacelor fixe la începutul anului, la care se adaugă valoarea medie a intrărilor și se scad valorile medii ale ieșirilor de mijloace fixe.

$$V_{\cdot} = V_I + \bar{V}_{INT} - \bar{V}_{IES}$$

$$\bar{V}_{INT} = \frac{V_{INT} * NR.LUNI.FUNCTIONARE}{12}$$

$$\bar{V}_{IES} = \frac{V_{IES} * NR.LUNI.NEFUNCTIONARE}{12}$$

- **Valoarea de intrare** a mijloacelor fixe, care poate fi:

- prețul de achiziție a imobilizărilor fixe cumpărate, la acest preț adăugându-se cheltuielile de transport, montaj și punere în funcțiune
- costul de producție a imobilizărilor fixe, dacă acestea s-au realizat în cadrul întreprinderii
- valoarea de acord în cazul asocierii sau fuziunii care se stabilește de comun acord în urma unui proces de evaluare a mijloacelor fixe.

- **Valoarea rămasă actualizată**, în cazul mijloacelor fixe intrate în patrimoniu până la 31 decembrie 1993.

Durata de serviciu stabilită în cele mai multe țări prin acte normative, care prevăd durata diferitelor categorii de mijloace fixe. Durata de serviciu poate fi durată normală de utilizare (cuprinsă între 2 și 100 ani) sau durată de utilizare rămasă (pentru mijloacele fixe intrate în patrimoniu înainte de 31.12.2004, data la care s-a modificat nomenclatorul cu duratele normale de utilizare a mijloacelor fixe – Hotărarea de Guvern 2139/2004, publicată în Monitorul Oficial 46/13.01.2005).

$$DUR = \left(1 - \frac{DSC}{DSN}\right) * DNU$$

DUR – durata de utilizare rămasă

DSC – durata de serviciu consumată de la data punerii în funcțiune a mijloacelor fixe până la 31 decembrie 2004

DSN – durata de serviciu normală, potrivit prevederilor din legislația anterioară a amortizării (Legea 15/1994).

DNU – durata normală de utilizare conform actualei legislații .

Duratele normale de funcționare țin seama de specificul constructiv, tehnic (al utilajelor), de mediul în care vor fi exploatate (nociv, umed, uscat) și într-o anumită măsură de efectele uzurii morale.

Cota de amortizare – este o mărime relativă, care indică cota din valoarea de intrare care se repartizează pe fiecare exercițiu financiar. Ea poate fi:

Lineară - $Cal = \frac{1}{DNU} * 100$ pentru mijloacele fixe intrate în patrimoniu după 31.12.2004

- $Cal = \frac{1}{DUR} * 100$ pentru mijloacele fixe existente în patrimoniu la 31.12.2004

În regim degresiv – reprezintă cota de amortizare lineară care se înmulțește cu:

- 1,5 dacă mijloacele fixe se amortizează într-o perioadă de 1-5 ani
- 2 dacă mijloacele fixe se amortizează într-o perioadă de 5-10 ani
- 2,5 dacă mijloacele fixe se amortizează într-o perioadă de peste 10 ani.

3.3. Regimul de amortizare

Regimul de amortizare pentru un mijloc fix se determina conform următoarelor reguli:

- în cazul construcțiilor, se aplică metoda de amortizare liniară;
- în cazul echipamentelor tehnologice, respectiv a mașinilor, uneltelor și instalațiilor, precum și pentru computere și echipamente periferice ale acestora, contribuabilul poate opta pentru metoda de amortizare liniară, degresivă sau accelerată;
- în cazul oricărui alt mijloc fix amortizabil, contribuabilul poate opta pentru metoda de amortizare liniară sau degresivă.

3.3.1. Regimul de amortizare liniară

Amortizarea liniară anuală se recuperează prin includerea în cheltuielile de exploatare a cheltuielilor cu amortizarea, calculate sub forma unor anuități fixe. **Cota de amortizare liniară** (C_L) se determină pe baza duratei normale de utilizare (DNU):

$$C_{L\%} = \frac{1}{DNU} \times 100 = \frac{100}{DNU}$$

Amortizarea liniară anuală A_L se calculează prin aplicarea cotei de amortizare liniare la valoarea de intrare a mijlocului fix (V_i)

$$A_L = V_i \times \frac{C_{L\%}}{100}$$

3.3.2. Regimul de amortizare degresivă

Acesta se aplică în două variante. **Varianta AD1**, care se aplică mijloacelor fixe intrate în funcțiune înainte de 31.12.2004 și celor cu o durată normală de utilizare reglementată (actualmente până la 5 ani inclusiv), **nu are în vedere influența uzurii morale**. **Varianta AD2 are în vedere influența uzurii morale** și se aplică în cazul mijloacelor fixe intrate în funcțiune după 31.12.2004 și având o durată normală de utilizare mai mare de 5 ani.

Pentru calculul amortizării degressive se utilizează următorii **coeficienți de multiplicare**, stabiliți în funcție de durata normală de utilizare a mijlocului fix:

Coeficient	Durata normală
1,5	între 2 și 5 ani inclusiv
2	între 5 și 10 ani inclusiv
2,5	mai mare de 10 ani

Pe baza duratei normale de utilizare (DNU) și a coeficienților de multiplicare (k), se determină **cota de amortizare degresivă** (C_D):

$$C_{D\%} = \frac{100}{DNU} \times k \text{ sau } C_{D\%} = C_{L\%} \times k$$

Atunci când apar modificări ale duratelor de utilizare (de exemplu în 1993, 1998 și 2004), în locul duratei normale de utilizare (DNU), se folosește durata de utilizare rămasă (DUR). Aceasta are în vedere durata de serviciu consumată (DSC) și durata de serviciu normată (DSN) și se determină după următorul algoritm de calcul:

$$DUR = \left(1 - \frac{DSC}{DSN}\right) DNU$$

Amortizarea degresivă anuală, fără influența uzurii morale, AD1, se realizează prin includerea în cheltuielile de exploatare a cheltuielilor cu amortizarea, calculate conform următoarelor reguli:

- în primul an de funcționare se aplică asupra valorii de intrare a mijlocului fix (V_i) sau asupra valorii rămase actualizate a mijlocului fix (V_{ra}) cota de amortizare degresivă (C_D). Amortizarea obținută se include în cheltuieli și se scade din valoarea de intrare (sau din valoarea rămasă actualizată, după caz), obținându-se valoarea rămasă de recuperat (VR);
- în anii următori se aplică asupra valorii rămase de recuperat (la sfârșitul fiecărui an) V_{ri} aceeași cotă de amortizare degresivă (C_D), **până în anul de funcționare în care**, amortizarea anuală rezultată este egală sau mai mică cu/decât amortizarea anuală determinată prin raportul dintre valoarea rămasă de recuperat VR și numărul de ani de utilizare rămași (N_r);
- din acel an de funcționare și până la expirarea duratei normale de utilizare, se trece la amortizarea liniară (A_L). Aceasta se obține prin raportarea valorii rămase de recuperat (VR) la numărul anilor rămași (N_r).

Deci:

$$\begin{aligned} A_1 &= V_i \times C_D, & VR_1 &= V_i - A_1 \\ A_2 &= VR_1 \times C_D, & VR_2 &= VR_1 - A_2 \\ & \cdot & & \\ A_i &= VR_{i-1} \times C_D, & VR_i &= VR_{i-1} - A_i \end{aligned}$$

Se verifică la sfârșitul fiecărui an (anul 2,3,...i) dacă:

$$VR_2 \times C_D \dots VR_i \times C_D \leq \frac{VR_2}{N_{r_{n-2}}} \dots \frac{VR_i}{N_{r_{n-1}}}$$

Răspuns negativ: se continuă aplicarea cotei de amortizare degresivă la valoarea rămasă de recuperat.

Răspuns afirmativ: se trece la amortizarea liniară. Considerând că afirmația este adevărată în anul 4 de funcționare, atunci:

$$A_L = \frac{VR_4}{N_{r_{n-4}}} \text{ sau generalizând: } A_L = \frac{VR_i}{N_{r_{n-i}}}$$

Amortizarea degresivă anuală cu influența uzurii morale (AD2), se realizează prin includerea în cheltuielile de exploatare a cheltuielilor cu amortizarea, calculate pe baza următoarelor elemente:

- durata normală de utilizare (DNU) a mijlocului fix,
- cota medie de amortizare degresivă, $\bar{C}_{D\%} = \frac{100}{DNU} \times k$;

- durata de utilizare recalculată $DU_{rec} = \frac{100}{C_{D\%}}$
- durata de utilizare în cadrul căreia se realizează amortizarea integrală

$$DUI = DNU - DU_{rec}$$
- durata de utilizare în regim de amortizare degresiv:

$$DUD = DUI - DU_{rec}$$
- durata de utilizare în regim de amortizare liniar:

$$DUL = DUI - DUD$$

Amortizarea anuală se calculează pentru:

- **durata de utilizare în regim de amortizare degresiv conform principiului degresiv.**
 În consecință, cota medie de amortizare degresivă, ($\bar{C}_{D\%}$), se aplică în primul an asupra valorii de intrare, iar în anii următori asupra valorii rămase de recuperat ($VR_1 \dots VR_i$);
- **durata de utilizare în regim de amortizare liniar conform principiului liniar.**
 Amortizarea anuală este aceeași pentru toți acești ani și se obține raportând valoarea rămasă de recuperat (VR_i) la numărul anilor de utilizare în regim degresiv (Nud).
 Amortizarea anuală: $\frac{VR_i}{Nud}$;
- Acest regim de amortizare permite recuperarea valorii de intrare a mijloacelor fixe într-o perioadă de timp mai mică decât durata normală de utilizare (DNU). Diferența în ani: reprezintă influența uzurii morale.

3.3.3. Regimul de amortizare accelerată

Amortizarea accelerată anuală (A_A) se realizează prin includerea, în cheltuielile de exploatare, a cheltuielilor cu amortizarea, reprezentând:

- în primul an, 50% din valoarea de intrare a mijlocului fix;
- în anii următori, amortizarea anuală se calculează conform principiului liniar, raportând valoarea rămasă de recuperat (VR) la numărul de ani de utilizare rămași (Nr).

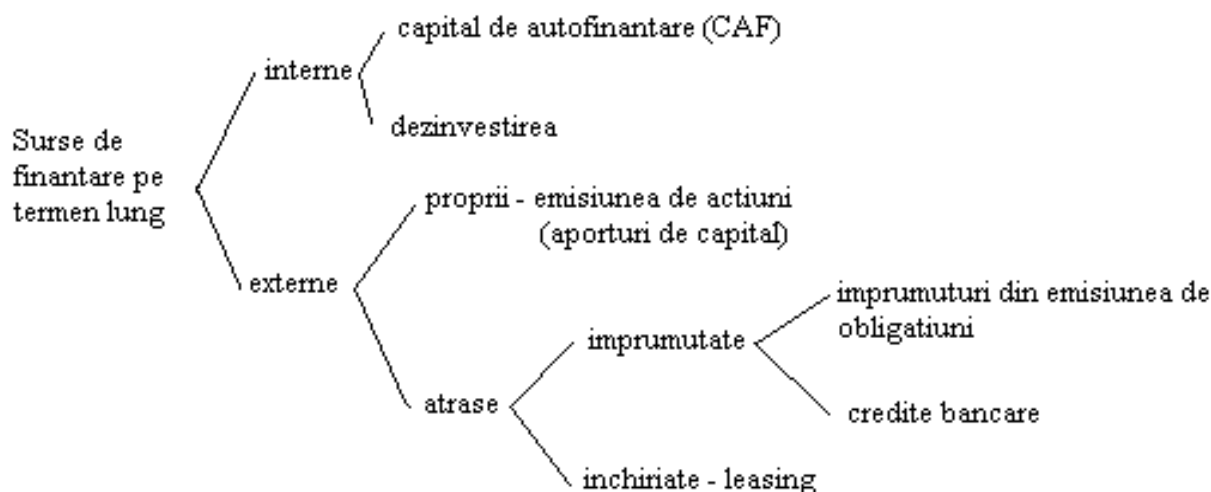
Deci:

$$A_1 = Vi \times 50\% \qquad VR_1 = Vi - A_1$$

$$A_2 = A_i = A_n \text{ este } \frac{VR_1}{Nr}$$

Amortizarea acumulată nu rămâne neutilizată, dacă societatea comercială nu decide cumpărarea de active corporale și necorporale. **Aceasta permite finanțarea activității curente de exploatare.**

4. SURSELE DE FINANȚARE A ACTIVELOR STABILE



4.1. Capacitatea de autofinanțare CAF și dezinvestirea – surse interne de finanțare pe termen lung

CAF – reprezintă o sursă internă de finanțare pe termen lung, reprezentată de amortizare, provizioane și profitul net, repartizat pe investiții. Provizioanele reprezintă sume constituite de către întreprindere pentru a se partaja împotriva riscurilor care pot apărea de-a lungul desfășurării activității. Dacă pe perioada cât au fost constituite, riscul nu s-a produs, provizioanele neconsumate pot fi utilizate pentru autofinanțare. Aceste provizioane trebuie constituite pe termen limitat. Profitul net poate constitui o sursă de finanțare pe termen lung dacă nu i s-a dat o altă destinație. Dacă din CAF se scad dividendele se obține autofinanțarea netă a întreprinderii.

Dezinvestirea – este consecința vânzării de active fixe sau de stocuri. Această vânzare poate determina obținerea unor venituri care sunt surse de investiții. Dacă sumele obținute din vânzarea activelor sunt mai mici decât valoarea neamortizată, înseamnă că avem o deficiență care poate influența investiția. Situația inversă, în care sumele obținute din vânzarea activelor sunt mai mari decât valoarea neamortizată voi obține venituri pe care le pot utiliza pentru a-mi finanța o nouă investiție. Activele fixe mai pot fi casate prin vânzarea ca activ fix în forma în care el se află sau prin dezmembrarea mijlocului fix, așadar vânzare pe elemente componente. Sumele obținute prin casarea mijloacelor fixe pot fi mai mici sau mai mari decât cheltuielile cu casarea (dezmembrarea), iar dacă aceste sume sunt mai mari decât cheltuielile cu casarea avem surse proprii interne de finanțare.

Sursele de finanțare pe termen lung pot fi surse externe proprii sau atrase. În cadrul surselor externe proprii de finanțare emisiunea de acțiuni ocupă locul central.

4.2. Emisiunea de acțiuni – sursă externă proprie de finanțare pe termen lung

Crearea unei societăți comerciale, menținerea poziției pe piață și susținerea creșterii economice a acesteia necesită resurse care să asigure desfășurarea, în condiții optime, a activităților de exploatare și realizarea investițiilor de dezvoltare. Alegerea resurselor implică respectarea unor constrângeri de **natură juridică** (capitalul social minim necesar pentru crearea unei societăți comerciale) și **financiară** (asigurarea solvabilității, independenței financiare și a rentabilității activității economice).

În afară de capitalul inițial, necesar în momentul constituirii, societățile comerciale au nevoie de capital nou pentru a-și finanța activitățile desfășurate, creșterea și păstrarea în echilibru a structurii capitalului. Acționarii pot decide noi aporturi sau recurgerea la împrumut.

De-a lungul duratei de existență a societății comerciale, capitalul social poate crește prin noi aporturi, prin încorporarea rezervelor și prin conversia datoriilor societății comerciale (respectiv a creanțelor pe care creditorii le au asupra acesteia). Creșterea capitalului social generează:

- modificarea statutului societății comerciale;
- decizia de a crește fie numărul de acțiuni emise, fie valoarea nominală a acțiunilor deja emise (după caz).

Consecințele financiare ale creșterii capitalului social sunt diverse, depinzând de tehnica de realizare. De aceea, numai adunarea generală extraordinară a acționarilor poate decide creșterea capitalului social. Decizia acesteia depinde de **efectul creșterii capitalului social asupra potențialului financiar, echilibrului financiar și structurii de finanțare a societății comerciale.**

Acțiunile reprezintă titluri de valoare care conțin părți din capitalul social al întreprinderii emitente.

Scopul emisiunii de acțiuni este de atragere de lichidități, de creștere de capital sau de schimbare a structurii acționaritului. Această nevoie de emisiune de acțiuni apare în situația în care societatea comercială este în criză de lichidități și își propune menținerea sau dezvoltarea activității sau dorește creșterea capitalului social în interesul consolidării și creșterii autonomiei financiare sau se dorește o modificare a structurii acționariatului în sensul apariției de acționari noi.

4.2.1. Creșterea capitalului social prin aporturi bănești

Creșterea capitalului social, prin noi aporturi bănești, constituie un mijloc de finanțare și de consolidare a capitalului propriu. Această decizie are ca **prim efect** creșterea, fie a valorii nominale, fie a numărului de acțiuni ale societății comerciale.

Emisiunea de noi acțiuni se poate realiza prin:

- **plasament privat**, adresat acționarilor societății comerciale;
- **ofertă publică**, în scopul atragerii economiilor existente pe piață.

Decizia de a emite noi acțiuni necesită stabilirea: prețului de emisiune (Pe) și primei de emisiune (pe).

- **Prețul de emisiune (Pe)**

În cazul societăților comerciale ale căror acțiuni nu sunt tranzacționate pe piața bursieră (la Bursa de Valori București sau pe piața extrabursieră), prețul de emisiune (Pe) este egal cu valoarea nominală (Vn) a acțiunilor deja emise.

În cazul societăților comerciale ale căror acțiuni sunt cotate pe una din piețele bursiere, prețul de emisiune (Pe) se alege într-un interval limitat, pe de o parte de valoarea nominală (Vn) a acțiunilor deja emise și pe de alta de prețul (cursul) pe piață (Cv) ale acestora. Prin urmare, prețul de emisiune nu poate fi mai mic decât valoarea nominală, dar nici superior prețului (cursului) pe piață al acțiunilor deja emise de societatea comercială.

- **Prima de emisiune (pe)** constituie abaterea dintre prețul de emisiune a noilor acțiuni și valoarea nominală a acțiunilor societății comerciale. **Valoarea primei de emisiune influențează** asupra prețului de emisiune, numărului de acțiuni emise pentru obținerea capitalului aprobat (de către Adunarea generală extraordinară) și dividendelor care se vor plăti în viitor pentru fiecare acțiune.

În cazul creșterii capitalului printr-un aport în numerar, acționarii vechi pot beneficia, conform reglementărilor legale, de un **drept de preemțiune**. Adunarea generală extraordinară poate decide acordarea sau suprimarea acestuia (de exemplu, în cazul recurgerii la economiile existente pe piață).

Acordarea dreptului de preemțiune necesită stabilirea **dreptului preferențial de subscriere, care constituie un drept de prioritate acordat acționarilor vechi**. În baza acestuia, acționarii vechi pot:

- subscrie un număr de acțiuni noi, proporțional cu numărul de acțiuni pe care le dețin până la data emisiunii;
- achiziționa acțiunile noi la prețul de emisiune, care este inferior prețului (cursului) pe piață al acțiunilor deja emise.

Prin acordarea dreptului preferențial de subscriere se evită următoarele efecte:

- diluarea puterii de decizie;
- diluarea beneficiului (profitului) pe o acțiune;
- diluarea averii acționarilor vechi.

Valoarea teoretică a dreptului preferențial de subscriere¹ se calculează pe baza:

- prețului de emisiune a acțiunilor noi: Pe
- numărului de acțiuni noi: Nn
- numărului de acțiuni vechi: Nv
- prețului (cursului) acțiunii vechi: Cv

Cunoscând că:

- înainte de creșterea capitalului social, numărul de acțiuni deja emise (vechi) este Nv, iar prețul (valoarea) pe piață al fiecărei acțiuni este Cv;
- decizia de creștere a capitalului pe seama aporturilor bănești generează emisiunea unui număr de acțiuni noi Nn, la un preț de emisiune Pe,

atunci, după emisiune, vom avea:

- numărul total de acțiuni ale societății este $Nv + Nn$;
- valoarea teoretică a tuturor acțiunilor este $Nv \times Cv + Nn \times Pe$;
- valoarea teoretică Ct a unei acțiuni este:

$$C_t = \frac{Nv \times Cv + Nn \times Pe}{Nv + Nn}$$

Valoarea teoretică a dreptului preferențial de subscriere (V_s) reprezintă diferența dintre prețul (cursul) acțiunilor societății comerciale înainte și după emisiune:

$$V_s = Cv - C_t$$

sau:

$$V_s = Cv - \frac{Nv \times Cv + Nn \times Pe}{Nv + Nn} = (Cv - Pe) \frac{Nn}{Nv + Nn}$$

Întrucât fiecare acțiune veche dă dreptul la un dividend, atunci prețul (cursul) pe piață a vechilor acțiuni include valoarea dividendului. Acțiunile noi, în momentul emisiunii, nu dau încă dreptul la un dividend. În consecință, valoarea teoretică a dreptului preferențial de subscriere, V'_s devine:

$$V'_s = (Cv - D - Pe) \frac{Nn}{Nv + Nn}$$

Acționarii vechi pot utiliza sau vinde drepturile preferențiale de subscriere în timpul perioadei cât durează subscrierea. Prețul (cursul) pe piață al acestora depinde de fluctuația cererii și ofertei. După emisiune, valoarea reală a acțiunilor și drepturilor preferențiale de subscriere depinde de reacția pieței.

¹ Carmen Corduneanu – Piețe financiare și operațiuni bursiere, Ed. Mirton, Timișoara, 1996, pag. 94-96

Toți acționarii societății comerciale beneficiază de:

- dreptul de vot;
- dreptul de a primi dividende;
- dreptul de a primi o parte din valoarea activului net cu ocazia lichidării societății comerciale.
- Aceste drepturi sunt proporționale cu numărul de acțiuni deținute din totalul celor emise de societatea comercială, în cazul acțiunilor ordinare.

4.2.2. Creșterea capitalului social prin aporturi în natură

Creșterea capitalului social prin aporturi în natură (de regulă imobilizări corporale) constituie un mijloc de finanțare prin care se realizează creșterea capitalului propriu.

Aporturile în natură intervin în diferite situații:

- **cu ocazia înființării societății comerciale**, când trebuie respectată ponderea maximă a valorii acestora, prevăzută de lege, în totalul capitalului social;
- **pe parcursul existenței societății comerciale**. Această operațiune influențează asupra potențialului productiv. În consecință, evaluarea aporturilor în natură prezintă importanță. O **supraevaluare** generează o creștere parțial fictivă a capitalului social ce nu asigură creșterea potențialului productiv, influențează negativ asupra egalității între acționari și asupra dividendelor distribuite, iar drepturile creditorilor sunt puse în pericol.
- **în cazul operațiunilor de fuziune**, când societatea comercială absorbantă primește ca aport ansamblul bunurilor deținute de societatea absorbită. Când cuprinde o parte a activului societății comerciale aportoare, aceasta nu dispare, fiind vorba de o operațiune de **absorbție parțială**. În urma acestei operațiuni, recompensarea sub formă de acțiuni poate să rămână în portofoliul acesteia sau poate fi distribuită acționarilor săi (societatea comercială aportoare).
- **în cazul operațiunilor de sciziune**, aporturile, care provin de la societatea comercială care se dezmembrează, pot fi destinate la două sau mai multe societăți comerciale beneficiare. Creșterile de capital prin emisiunea de acțiuni apar la societățile comerciale care preiau aporturile.

4.3. Sursele de finanțare pe termen lung atrase

4.3.1. Finanțarea prin intermediul pieței obligațiunilor

În condițiile în care piața monetară a creditului ocupă un loc important în finanțarea societăților comerciale, apariția pieței obligațiunilor contribuie la diversificarea deciziilor de finanțare.

A. Accesul pe piața obligațiunilor

Piața obligațiunilor permite finanțarea strategiilor investiționale, orientate spre creșterea patrimoniului societății comerciale. Recurgerea la potențialul de finanțare al pieței obligațiunilor permite anticipări cu privire la periodicitatea și nivelul (fix sau fluctuant) fluxurilor destinate recompensării capitalului solicitat. **Se impune a preciza că numai societățile de capital au acces la capitalurile disponibile pe piața obligatară.** Restul societăților comerciale rămân dependente de capitalurile proprii (externe și interne) și de potențialul de finanțare al pieței monetare a creditului.

Societățile comerciale care împrumută capitaluri de pe piața obligatară intră în legătură cu mai mulți investitori. Aceștia primesc titluri financiare obligatate, care sunt negociate și cotate pe piața bursieră.

Finanțarea prin intermediul pieței obligațiunilor **necesită a se avea în vedere evoluția instrumentelor** (titlurilor financiare) **obligatate**, sub aspectul drepturilor oferite investitorilor și al recompensării capitalului împrumutat de societatea comercială. **Diversificarea** instrumentelor (titlurilor financiare sau valorilor mobiliare) obligatate **permite o flexibilizare a finanțării.**

B. Caracteristici financiare

Decizia de a emite obligațiuni necesită stabilirea caracteristicilor financiare ale emisiunii. Acestea sunt:

- **valoarea sumă totală a împrumutului obligatar.** Aceasta nu poate depăși trei părți din capitalul social vărsat, conform ultimului bilanț contabil aprobat;
- **valoarea nominală**, care reprezintă valoarea unei obligațiuni. Pe baza valorii nominale și a ratei dobânzii se calculează valoarea dobânzii, care este plătită de societatea comercială pentru o obligațiune deținătorului acesteia;
- **rata dobânzii**, care reprezintă venitul plătit de societatea comercială deținătorilor de obligațiuni. Trebuie să se precizeze dacă rata dobânzii este fixă sau are un caracter variabil. În ultimul caz, se precizează variabilele financiare pe baza cărora se realizează actualizarea ratei dobânzii;

- **prețul de emisiune**, care reprezintă suma plătită de investitori pentru o obligațiune cumpărată în momentul emisiunii, respectiv venitul încasat de societatea comercială – emitentă pentru un titlu;
- **prima de emisiune**, care reprezintă abaterea dintre valoarea nominală și prețul de emisiune. Emisiunea se poate face cu primă sau fără primă de emisiune;
- **prețul de rambursat**, care reprezintă suma încasată de investitori pentru o obligațiune deținută, în momentul amortizării împrumutului, respectiv venitul plătit de societatea comercială emitentă pentru un titlu amortizat;
- **prima de rambursat**, care reprezintă abaterea dintre prețul de rambursat și valoarea nominală. Emisiunea se poate face cu primă sau fără primă de rambursat;
- **amortizarea împrumutului**, care reprezintă rambursarea acestuia conform tabloului de amortizare. Se precizează tehnica de amortizare și ritmul amortizării

a). Tehnica de amortizare poate fi:

- **tragere la sorți**: la anumite intervale a unui număr de titluri. În acest caz se stabilesc anuitățile de amortizare iar amortizarea efectivă se realizează prin tragere la sorți sau prin cumpărarea la bursă, proporția fiind prevăzută în contractul de emisiune
- **prin răscumpărare**: când emitentul cumpără retrăgând de pe piață titluri de o anumită valoare. Prețul de răscumpărare este considerat preț de rambursare.
- **prin amortizare anticipată**: față de datele înscrise în tabloul de amortizare, emitentul poate să stabilească condițiile în care să se procedeze la rambursarea anticipată a împrumutului

Rambursarea anticipată apare atunci când:

- **prețul (cursul) de vânzare pe piața bursieră este inferior prețului de rambursat**, iar societatea comercială decide să răscumpere o parte din titluri, în funcție de disponibilitățile monetare de care dispune;
- **costul unui împrumut de substituție este mai avantajos decât împrumutul contractat de emitent**. La nivelul societății comerciale, alături de **fluxul capitalului rambursat**, apare un **flux generat de plata unei prime de rambursat, cu caracter penalizator**, în favoarea investitorului;

investitorul solicită rambursarea anticipată, fie pentru a se proteja împotriva scăderii venitului, generată de reducerea randamentului plasamentului, comparativ cu alte oportunități existente pe piață, **fie pentru a obține lichidități**. La nivelul societății comerciale emitente, alături de fluxul capitalului rambursat, apare un flux diminuat al dobânzii plătite, întrucât investitorul este obligat să plătească o penalizare, care se calculează asupra valorii acestora.

b). Ritmul amortizării poate fi **progresiv, constant, la sfârșit**

În cazul **amortizării progresive**, anuitățile (valoarea dobânzii plus valoarea amortizată) sunt constante. Deci, fluxurile de plăți generate de serviciul datoriei sunt constante.

Amortizarea prin anuități constante se poate realiza:

- la valoarea nominală;
- la un preț de rambursare superior valorii nominale;

Valoarea anuităților se determină după formula:

$$A = Kx \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}} \text{ unde } K - \text{valoarea împrumutului obligatar}$$

Amortismentele anuale se determină ca diferență dintre valoarea anuității anuale și valoarea dobânzii anuale.

Numărul obligațiunilor care se rambursează în primul an se poate determina folosind două formule și anume:

$$N_r = \frac{a}{VN} \quad \text{sau} \quad N_r = Nx \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

unde: N_r – numărul obligațiunilor răscumpărate în fiecare an;

a – amortismentul;

VN - valoarea nominală.

N - numărul de obligațiuni emise.

Numărul de obligațiuni răscumpărate în anii următori se obține astfel:

$$N_{r2} = N_{r1}(1+i)$$

$$N_{r3} = N_{r2}(1+i)$$

.....

$$N_{rm} = N_{rm-1}(1+i)$$

Amortismentele se stabilesc înmulțind numărul obligațiunilor ce se rambursează cu valoarea nominală a acestora.

În cazul în care rambursarea se realizează cu primă de rambursare la valoarea anuității calculate se adaugă valoarea primei de rambursare anuale, determinată ca produs între numărul de obligațiuni rambursate anual și valoarea primei de rambursare. Prima de rambursare se determină ca diferență dintre prețul de rambursare și valoarea nominală.

În cazul **amortizării constante**, fluxul global al plății cuprinde fluxul de capital rambursat care este constant în fiecare an și fluxul valorii dobânzilor care descrește în timp. Prin urmare, obligația financiară, reprezentată de serviciul datoriei, este mai mare la începutul duratei de viață a împrumutului obligatar.

În cazul **amortizării la sfârșit**, fluxurile dobânzilor plătite în fiecare an sunt constante. În ultimul an de viață, apare fluxul capitalului rambursat. Pentru a diminua efectul rambursării integrale, la sfârșit, la nivelul societății comerciale se constituie un fond de rambursare (sinking fund), unde se capitalizează anual capitalul care trebuie să fie rambursat la sfârșitul duratei de viață a împrumutului obligatar.

C. Efecte antrenate de finanțarea de pe piața obligațiunilor

Finanțarea societăților comerciale prin intermediul pieței obligațiunilor produce efecte asupra gestiunii financiare a acestora:

- **în momentul emisiunii.** Pe seama fluxului monetar global, reprezentat de venitul net al societății comerciale, lichiditățile și potențialul de finanțare cresc. Asupra venitului net influențează comisioanele și cheltuielile legate de emisiune, care se scad din venitul brut. Acesta, la rândul său este influențat de numărul obligațiunilor emise și de prețul de emisiune. Existența unei prime de emisiune crește costul capitalului împrumutat de societatea comercială, dar este avantajoasă pentru investitori (sporește rentabilitatea plasamentului);
- **pe parcursul duratei de viață a împrumutului.** Gestiunea trezoreriei este influențată de periodicitatea și valoarea fluxurilor monetare, generate de plata dobânzilor și influențate de caracteristicile tehnicii de amortizare.

Alături de aceste efecte cu caracter general, pot apărea și altele cu caracter specific. Acestea din urmă apar în situația în care societatea comercială emite obligațiuni care pun în discuție transformarea dreptului de creanță a investitorilor obligatari într-un drept de proprietate, ori au atașat un drept de proprietate. Practic, se produce transformarea capitalului împrumutat în capital propriu.

4.3.2. Leasing-ul și împrumuturile pe termen lung

Leasing-ul reprezintă o altă formă de asigurare a finanțării. Leasing-ul este o modalitate de închiriere a unor active, utilaje în scopul exploatării lor. Societatea de leasing acordă aceste active unei societăți comerciale care exploatează aceste active și dobândește efectele acestor exploatări. Societatea care exploatează activele trebuie să plătească societății de leasing o chirie care include amortizarea activelor, dobânda pentru sumele sau valorile finanțate și o cotă de profit ce revine societății de leasing. Acordând aceste active sau utilaje, societatea de leasing, automat și finanțează societatea comercială respectivă. La sfârșitul perioadei de leasing se achită contravaloarea valorii reziduale cu care se înregistrează în patrimoniu intrarea mijloacelor fixe. Prin leasing se acoperă

aproximativ 75-80% din valoarea utilajului respectiv. În contractul de leasing se stabilește eșalonarea plății chiriilor și valoarea reziduală.

Avantajele financiare – nu se plătește TVA, taxe vamale la valoarea totală a activului, ci la valoarea reziduală a acestuia. De asemenea se stabilește o economie la impozit deoarece în practica generală a leasingului, chiriile care se plătesc se suportă din cheltuieli, diminuând astfel profitul impozabil.

Se pot întâlni astfel două forme principale ale leasing-ului: operațional și financiar:

- Leasing-ul operațional – societatea de leasing asigură încheierea activelor și condițiile de mentenanță (de funcționare) dar nu se asigură recuperarea integrală a valorii activului respectiv. Acest sistem include clauze de anulare, adică beneficiarul activului poate oricând renunța la acesta, înainte de expirarea termenului. Așadar dacă utilajul se uzează moral sau activitatea agentului economic este în scădere, acesta poate să renunțe la contractul de leasing.
- Leasing-ul financiar – se realizează prin finanțarea activelor închiriate de către societăți financiare de investiții. În acest caz, recuperarea valorii activului se face integral, se amortizează integral. Această formă de leasing nu include clauza de anulare.

Împrumuturile pe termen lung

Reprezintă o altă formă de finanțare, fiind fonduri atrase de la instituții specializate în acordarea de credite. Aceste împrumuturi acordă pentru finanțarea unor instituții pe termen lung. Principii de creditare sau de finanțare:

- a) Credibilitatea – se referă la verificarea beneficiarului creditului, a capacității lui de a utiliza și restitui creditul respectiv.
- b) Forma contractuală – adică relațiile de creditare au la bază un contract în care se prevede obiectul creditului, valoarea acestuia, modalitatea de rambursare, dobânzile, penalizările sau alte clauze care definesc această formă de împrumut.
- c) Destinația creditului – în general, creditele se acordă pentru anumite destinații care trebuie respectate, așadar în prealabil se întocmește un plan de fezabilitate prin care se arată care este destinația creditului.
- d) Gajul sau garanția – în țara noastră se practică gajul prin valori mobiliare, adică, ca și garanție se pot folosi activele mobilizate (utilajele) sau activele financiare.

Creditul se poate acorda în urma efectuării unui plan de afaceri. Criteriile de acordare a creditelor sunt: riscul și bonitatea

A) Riscul – îmbracă următoarele forme:

- Riscul de insolvabilitate, care se referă la incapacitatea de rambursare a creditului. Dacă efectele estimate a se degaja în urma utilizării creditului nu se realizează la nivelul scontat poate duce la lipsa capacității de restituire a creditului.

- Riscul de lichiditate, se referă la insuficiența lichidităților la termenele de rambursare a creditelor și a dobânzilor, așadar dereglarea fluxurilor de încasări și plăți poate conduce la insuficiența lichidităților.
- Riscul de neachitare a dobânzilor la dobânzile neachitate, se referă la majorările care se aplică la dobânzile neachitate, creând o obligație a întreprinderii față de bancă suplimentară.
- Riscul eroziunii prin inflație, se referă la efectele negative ale inflației asupra împrumuturilor acordate. De exemplu dacă rata inflației este de 8% trebuie pusă o rată a dobânzii de cel puțin egală cu rata inflației.

Toate aceste riscuri trebuie să fie identificate, evaluate și prevenite în orice negociere de împrumut, trebuie identificate riscurile de exploatare, financiare și cele de faliment și trebuie determinată probabilitatea de apariție a acestora.

B) Bonitatea – include indicatorii precum și lichiditatea, solvabilitatea, rentabilitatea și ratele echilibrului financiar.

PARTEA II

GESTIUNEA FINANCIARĂ PE TERMEN SCURT. GESTIUNEA ACTIVELOR CIRCULANTE

1. NECESARUL DE ACTIVE CIRCULANTE. GESTIUNEA STOCURILOR

1.1. Conținutul și rolul activelor circulante

Activele circulante ale societății comerciale sunt elemente patrimoniale de activ care, potrivit naturii lor și a destinațiilor date în procesul reproducerii economice, **au calitatea de a-și schimba forma de manifestare**, în funcție de procesele de transformare la care sunt supuse. În acest sens, *activele circulante sunt acele active ale societății comerciale care, în cursul ciclului de exploatare, se transformă în durate scurte și foarte scurte de timp dintr-o formă funcțională în alta, cu finalitatea dobândirii formei bănești (lichide) inițiale.*

Față de activele fixe, activele circulante se deosebesc în funcție de:

- durata de existență a formelor lor concrete de manifestare în patrimoniul societății comerciale sau de imobilizare în timp;
- modul de transmitere a valorii lor în costul produselor, lucrărilor, serviciilor și/sau activităților în care sunt încorporate/substanțializate;
- gradul de lichiditate.

Din punct de vedere existențial, activele circulante ale unei societăți comerciale se manifestă pe traseul: aprovizionare (A) → producție/activitate lucrativă (P) → desfacere (D) → realizare (R), iar durata de imobilizare a capitalului alocat pentru formarea acestora depinde de **durata fazei circuitului economic** în care se află.

Din punct de vedere al modului de transmitere a valorii, activele circulante se deosebesc față de activele fixe prin aceea că **valoarea lor se transmite integral**, într-un singur circuit, în costul noilor produse, lucrări, servicii și/sau activități realizate prin utilizarea/participarea lor.

În ce privește gradul de lichiditate, acesta este mai mare în cazul activelor circulante, decât cel al activelor fixe.

Corespunzător **gradului crescător de lichiditate**, activele circulante evidențiate în bilanțul societății comerciale cuprind următoarele elemente:

1. Stocuri : materii prime, materiale consumabile, obiecte de inventar, produse, servicii și lucrări în curs de execuție, semifabricate, produse finite, stocuri aflate la terți, animale, mărfuri și ambalaje;

2. Creanțe constituite din: creanțe clienți, efecte comerciale de primit, avansuri acordate creanțe aferente impozitelor și taxelor platite în plus, alte creanțe;

3. Investiții financiare realizate cu scopul obținerii de câștiguri din investiții pe termen scurt în cadrul grupului, acțiuni, obligațiuni, efecte de încasat, efecte remise spre scontare

4 Casa si conturi la banci: cuprinde conturile la banci deschise in lei si valuta, cecuri de incasat, sume in curs de decontare, avansuri de trezorerie, disponibilitatile din casierie, acreditive, alte valori realizabile pe termen scurt

1.2. Politici de gestiune a activelor circulante

Nivelul valoric al activelor circulante necesare asigurării continuității ciclului de exploatare al unei societăți comerciale este dependent de influența exercitată de mai mulți factori, din rândul cărora reținem:

- natura (felul) activității societății comerciale;
- mărimea (talie) societății comerciale;
- rata creșterii/descreșterii vânzărilor în perioada de gestiune vizată;
- stabilitatea volumului de vânzări.

1. **În funcție de natura activității**, structura activelor circulante diferă în toate cele 4 faze ale circuitului economic. Astfel, pentru *societățile comerciale cu profil industrial*, vor fi predominante stocurile de materii prime, de producție neterminată și de produse finite destinate vânzării, în timp ce pentru *societățile comerciale ce-și desfășoară activitatea în domeniul comerțului*, ponderi ridicate dețin stocurile de mărfuri și de ambalaje, precum și creanțele asupra terților (în cazul comerțului cu ridicata/”en-gros”).

2. **Mărimea (talie) societății comerciale** presupune stabilizarea unei ponderi mai ridicate a activelor circulante în totalul activelor, în cazul societăților comerciale mici și mijlocii, față de societățile comerciale mari, la care activele fixe și celelalte imobilizări durabile dețin ponderea covârșitoare.

3. **Creșterea/descreșterea vânzărilor** se asociază, în cele mai multe situații, cu evoluția în același sens a mărimii activelor circulante, dar nu trebuie să fie omise influențele induse în această dinamică economică de modificarea vitezei de rotație a capitalului circulant, a mărimii costurilor, prețurilor, precum și a structurii cifrei de afaceri.

4. În fine, **cu cât stabilitatea volumului vânzărilor** este mai ridicată, cu atât mărimea valorică a activelor circulante scade.

Raportul dintre vânzări și nivelul activelor circulante, necesare pentru realizarea acestora, este specific fiecărei societăți comerciale. În funcție de acest raport, se identifică **trei politici alternative de gestiune a activelor circulante**, cu efecte diferite asupra rentabilității și

riscului, fiind vorba despre: *politica ofensivă (agresivă sau restrictivă)*, *politica echilibrată (intermediară)* și *politica defensivă (relaxată, conservatoare)*.

Politica ofensivă (agresivă sau restrictivă) presupune o anumită indiferență față de risc și este promovată de acei manageri care doresc realizarea unei anumite cifre de afaceri, cu stocuri minime (cât mai reduse).

Într-adevăr, prin promovarea unei astfel de politici se asigură o rentabilitate ridicată, dar riscurile privind lipsa sau insuficiența stocurilor, lipsa de lichidități și apariția insolvenței sunt relativ mari.

Caracteristicile politicii ofensive de gestiune a activelor circulante sunt următoarele:

- a) stabilizarea unui nivel scăzut al activelor circulante și administrarea eficientă și agresivă a acestora;
- b) obținerea unui ciclu scurt de conversie a mijloacelor bănești destinate formării activelor circulante;
- c) înregistrarea unor cheltuieli reduse și a unor venituri relativ ridicate, cu obținerea unui volum mare de profit;
- d) asumarea unor riscuri mari în derularea activității, ceea ce impune solicitarea unui venit ridicat din partea acționarilor societății comerciale.

Politica echilibrată (intermediară) presupune armonizarea relației contradictorii dintre rentabilitate și risc. În acest context, creșterea cifrei de afaceri sau a volumului de activitate se realizează cu stocuri curente de mărime corespunzătoare noii cifre de afaceri sau noului volum de activitate, iar stocurile de siguranță au nivelul care egalizează costul rupturii de stoc (lipsei de stoc) cu costurile ridicate ale suprastocajului (prin constituirea unor stocuri excesive, peste necesitățile stricte ale exploatării).

Politica defensivă (relaxată sau conservatoare) este specifică pentru conduita managerilor prudenți, cu o aversiune deosebită față de riscuri. Prin această politică se dorește realizarea unei anumite cifre de afaceri cu stocuri materiale și lichidități ridicate. În acest caz, costurile suplimentare ale prudenței în asigurarea cu stocuri a continuității ciclului de exploatare vor afecta rata rentabilității, care va scădea. Prin promovarea acestei politici, managerii prudenți se mulțumesc cu obținerea unei rentabilități mai moderate și nu acceptă riscul rupturii stocurilor. Ca urmare, pentru orice creștere a cifrei de afaceri, acești manageri se preocupă și de creșterea corespunzătoare a stocurilor curente și de siguranță, care să asigure continuitatea sigură a activității de exploatare.

Caracteristicile politicii defensive de gestiune a activelor circulante constau în:

- a) asigurarea formării unui volum ridicat de active circulante;
- b) acceptarea unui ciclu relativ lung de conversie a mijloacelor bănești utilizate pentru formarea activelor circulante;

- c) înregistrarea unor cheltuieli ridicate și a unor venituri relativ mai reduse (dar sigure), cu consecința obținerii unui profit mai scăzut;
- d) asumarea unor riscuri cât mai mici, ceea ce determină solicitarea unui venit mai scăzut din partea acționarilor societății comerciale.

În ipoteza acceptării unei relații lineare între vânzările societății comerciale și activele circulante aferente (deși, cel mai adesea, realitatea economică practică este alta), reprezentarea grafică a acesteia este de forma:

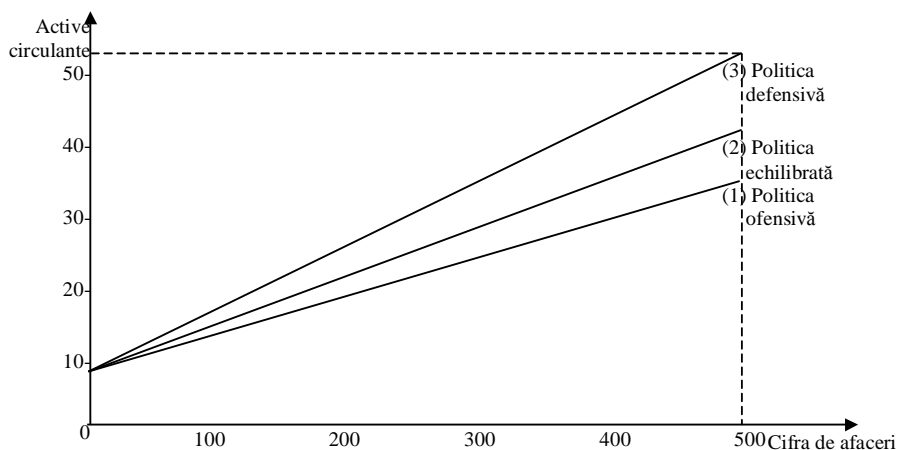


Figura nr.1.1. Relația dintre activele circulante și cifra de afaceri.

Dacă se ia în considerare structura activelor, cele 3 politici de gestiune a activelor circulante se pot prezenta și sub forma următoare:

POLITICA OFENSIVĂ	POLITICA ECHILIBRATĂ	POLITICA DEFENSIVĂ
Active Imobilizate 450 mld. lei	Active imobilizate 350 mld. lei	Active Imobilizate 200 mld. lei
	Active circulante 250 mld. lei	Active Circulante 400 mld. lei
Active circulante 150 mld. lei		

Figura nr. 1.2. Politicile alternative de gestiune a activelor circulante

1.3. Necesitatea stocurilor

Stocurile se exprimă în unități naturale și valorice, dar pot fi cuantificate și prin numărul de zile aferente imobilizării lor în timp.

În expresie fizică, stocurile reprezintă cantitățile de materii prime și materiale, de produse în curs de execuție, produse finite, semifabricate și/sau de mărfuri necesare fiecărei faze a ciclului de exploatare (aprovizionare, producție/lucrări/servicii, desfacere) pentru asigurarea desfășurării continue și ritmice a activității de exploatare.

Necesitatea constituirii stocurilor derivă din caracterul continuu al producției, lucrărilor/serviciilor și al vânzărilor (desfacerii) și caracterul discontinuu al aprovizionărilor, care se realizează cu intermitență, la anumite intervale de timp. În acest context, *în stadiul aprovizionării*, se constituie: stocul curent (S_c), stocul de siguranță (S_s), stocul de condiționare (S_{cd}), stocul pentru transportul interior (S_{ti}) și stocul de iarnă (S_i).

Stocul curent (S_c) se constituie în vederea asigurării continuității desfășurării procesului de producție/activității între două aprovizionări succesive, realizate în condiții obișnuite.

Mărimea stocurilor de acest gen se determină pentru fiecare materie primă sau material "j", în parte, fiind utilizabile relațiile:

$$\overline{S_c}_j = \overline{c_z}_j \times \overline{t_c}_j$$
$$\overline{t_c}_j = \frac{\sum_{i=1}^m t_{aij} \times q_{aij}}{\sum_{i=1}^m q_{aij}}$$

în care:

$\overline{c_z}_j$ = consumul mediu zilnic din materialul j;

$\overline{t_c}_j$ = timpul curent mediu de stocare pentru materialul j, calculat ca medie aritmetică ponderată a intervalelor de timp dintre aprovizionări;

t_{aij} = timpul dintre 2 aprovizionări succesive pentru materialul j;

q_{aij} = cantitatea aprovizionată, la aprovizionarea i din materialul j.

Stocul de siguranță (S_s) are menirea să asigure continuitatea în desfășurarea producției/activității și atunci când se manifestă (apar) unele disfuncționalități în procesul de aprovizionare.

Determinarea mărimii acestor stocuri se realizează prin luarea în considerare a abaterilor pozitive ale intervalelor de timp dintre aprovizionări și timpul curent mediu de stocare, folosind relațiile:

$$\overline{S_s}_j = \overline{c_z}_j \times \overline{t_s}_j$$

$$\bar{t}_{s_j} = \frac{\sum_{i=1}^m \Delta t_{ij} \times q_{a_{ij}}}{\sum_{i=1}^m q_{a_{ij}}}$$

$$\Delta t_{ij} = t_{a_{ij}} - \bar{t}_{c_j} \quad (\Delta t_{ij} > 0)$$

în care:

\bar{t}_{s_j} = timpul de siguranță mediu al stocării materialului j;

Δt_{ij} = abaterea pozitivă a intervalului de timp între aprovizionările “t” și timpul curent mediu de stocare al materialului “j”.

Pe baza unor observații empirice semnificative, s-a impus restricția ca timpul mediu de siguranță să nu depășească jumătatea timpului curent mediu ($\bar{t}_{s_j} \leq 1/2 \bar{t}_{c_j}$).

Stocul de condiționare (S_{cd}) se constituie în cazul materiilor prime care au prevăzute, în fișele lor tehnice, unele operațiuni specifice de condiționare, a căror derulare este obligatorie înainte de utilizarea în producție a respectivelor materii prime.

Mărimea stocului de condiționare se determină astfel:

$$S_{cd_j} = \bar{c}_{z_j} \times t_{cd_j}$$

în care:

t_{cd_j} = timpul de condiționare prevăzut în fișa tehnică a materiei prime j.

Stocul pentru transportul interior (S_{ti}) asigură menținerea continuității fabricației (vânzării) în intervalul de timp aferent transportului materiilor prime (mărfurilor) de la depozitele amplasate la o anumită distanță (chiar și în alte localități), față de locurile sau punctele de consum (de vânzare).

Astfel de stocuri se constituie doar dacă societățile comerciale au amenajate depozite specifice în alte perimetre decât cele de producție sau de vânzare, iar mărimea acestora ia în considerare durata medie a intervalului de timp aferent acestui necesar transport intern (\bar{t}_{ti}), corespunzător relației:

$$S_{ti_j} = \bar{c}_{z_j} \times \bar{t}_{ti_j}$$

Stocul de iarnă (S_i) se constituie, dacă este cazul, pentru materiile prime sau materialele ce nu pot fi aprovizionate în timpul iernii, în condiții normale.

Dimensionarea mărimii acestor stocuri se realizează pe baza experienței trecute, folosindu-se datele istorice de care societatea comercială dispune.

Prin cumularea celor 5 categorii de stocuri se obține *stocul maxim* (S_{max}), iar *stocul minim* (S_{min}) este constituit din stocul de siguranță și cel de condiționare:

$$S_{max} = S_c + S_s + S_{cd} + S_{ti} + S_i$$

$$S_{min} = S_s + S_{cd}$$

Din punct de vedere financiar, stocurile înseamnă imobilizarea în timp a unei părți din capitalul societății comerciale, care se recuperează, după ce aceste stocuri parcurg întregul ciclu de exploatare și se încasează contravaloarea produselor, mărfurilor, lucrărilor sau serviciilor realizate.

2 . ESTIMAREA CAPITALULUI NECESAR PENTRU FINANȚAREA OPERAȚIUNILOR CURENTE, DE EXPLOATARE

2.1. Caracterizarea generală a modelelor de estimare

*Necesarul de capital pentru finanțarea ciclului de exploatare are în vedere acea **mărime economică** a capitalului de care are nevoie societatea comercială pentru formarea stocurilor și pentru menținerea unui sold corespunzător de creanțe asupra terților, care să asigure desfășurarea continuă și eficientă a activității curente.*

Estimarea acestei mărimi economice este o condiție importantă a **proiecției și asigurării echilibrului financiar pe termen scurt**, prin informațiile pe care le pune la dispoziția decidenților cu privire la capitalul ce trebuie mobilizat și alocat pentru formarea activelor circulante materiale și a soldurilor de creanțe generate de acceptarea creditului comercial.

Estimarea acestui necesar de capital se realizează folosind *modelul analitic și modelul sintetic (global)*.

Modelul analitic presupune dimensionarea necesarului de capital pentru fiecare gen de stocuri în parte, prin folosirea unor modele matematice specifice.

Modelul ia în considerare fie **costurile exploatării**, fie **cifra de afaceri previzionată**, iar în cadrul elementelor de active circulante materiale, se realizează o determinare a necesarului de capital pentru fiecare din materiile prime, materialele, piesele de schimb, obiectele de inventar sau produsele finite nominalizate. Datorită acestei detalieri, calculele ce se efectuează sunt complexe și numeroase, iar costul realizării lor este relativ ridicat. De aceea, utilizarea acestui model este recomandabilă doar dacă în cadrul societății comerciale au loc **modificări structurale importante**, ca urmare a dezvoltării, a înființării de noi activități și/sau unități, a fuzionării cu alte societăți comerciale, a absorbției etc. Totodată, se recomandă ca detalierea necesarului de finanțat să fie realizată doar pentru determinarea acestuia ca **medie anuală**, iar **necesarul mediu trimestrial** să fie cuantificat pentru întregul element, pe stadii ale circuitului economic.

Modelul sintetic (global) asigură dimensionarea necesarului de capital pentru totalitatea stocurilor materiale și a creanțelor, cu defalcarea corespunzătoare a acestui necesar pe elemente de active circulante.

Acest model ia în considerare volumul previzionat al activității de exploatare, exprimat prin costul cifrei de afaceri, și durata în zile a unui circuit complet din exercițiul precedent, cu unele corectări ale acesteia, pe baza unor previzibile modificări, cu referire la fiecare trimestru în parte.

În perioadele de **relativă stabilitate economică**, rezultatele obținute prin aplicarea acestui model **sunt mulțumitoare**, iar costul presupus de utilizarea sa este mult mai scăzut, comparativ cu cel ocazionat de folosirea modelului analitic.

2.2 Modele analitice de estimare a capitalului necesar pentru finanțarea stocurilor

A. Modelul pentru materii și materiale

În vederea dimensionării acestui necesar de capital, se iau în considerare **stocurile medii** pe care societatea comercială trebuie să le constituie *în vederea rezolvării contradicției care se manifestă între caracterul continuu al producției/activității și caracterul discontinuu al aprovizionării*, care se realizează din când în când, la anumite intervale de timp.

Așa cum s-a reținut din subcapitolul 8.1, stocurile la care ne referim sunt: stocul curent, stocul de siguranță, stocul de condiționare, stocul pentru transportul interior și stocul de iarnă.

Corespunzător acestor stocuri și principiului modelului, dimensionarea necesarului de capital pentru materii și materiale presupune parcurgerea următoarelor 3 etape, cu modelele matematice aferente:

Etapa I - Dimensionarea necesarului mediu anual de capital

a) Pentru materiile prime și materialele nominalizate (Mn)

$$\overline{NaM}_j = \frac{Bca_j}{360} \cdot (0,5 \cdot \overline{tc}_j + \overline{ts}_j + tcd_j + tti_j)$$

$$\overline{NaM}_n = \sum_{j=1}^m \overline{NaM}_j$$

în care:

\overline{NaM}_j = necesarul mediu anual de capital pentru materia primă/materialul j;

Bca_j = baza de calcul anuală a materiei prime/materialului j;

$\overline{tc}_j, \overline{ts}_j, tcd_j, tti_j$ = intervalele de timp aferente constituirii stocurilor: curent, de siguranță, de condiționare și pentru transportul interior, cu semnificația cunoscută din subcapitolul 8.1;

\overline{NaM}_n = necesarul mediu anual de capital pentru toate materiile prime și materialele nominalizate.

Baza de calcul anuală este expresia valorică în prețul de aprovizionare a necesarului anual de materii prime și materiale presupus de realizarea cifrei de afaceri previzionate (cantitate × preț de aprovizionare).

b) Pentru materialele diverse se realizează o dimensionare globală a necesarului mediu anual de capital, avându-se în vedere pluralitatea formelor de existență a acestora și a destinațiilor pe care le au în derularea activității. În acest scop, se folosește modelul:

$$\overline{NaMd} = \frac{Bcad}{\sum_{j=1}^m Bcaj} \cdot \left(\overline{NaMn} - \sum_{j=1}^m Nacdj \right)$$

în care:

\overline{NaMd} = necesarul mediu anual de capital pentru materialele diverse;

$Bcad$ = baza de calcul anuală pentru ansamblul materialelor diverse.

Așa cum se poate observa, modelul ia în considerare raportul dintre bazele de calcul anuale ale celor două tipuri de materiale (care, în mod firesc, ar trebui să fie subunitar) și diferența dintre necesarul mediu anual de capital pentru materialele nominalizate și cele care necesită operațiuni de condiționare (ce nu pot fi, în nici un caz, materiale diverse).

Finalizarea etapei I presupune determinarea **necesarului mediu anual de capital pentru elementul materii și materiale**, utilizând relația:

$$\overline{NaMM} = \overline{NaMn} + \overline{NaMd}$$

Etapa a II-a asigură determinarea **numărului mediu de zile** (\overline{NzMM}) de imobilizare a capitalului pentru formarea stocurilor de materii prime și materiale, prin folosirea relației:

$$\overline{NzMM} = 360: \frac{\sum_{j=1}^m Bcaj + Bcad}{\overline{NaMM}}$$

Etapa a III-a este etapa finală a metodei analitice, prin care se determină **necesarul mediu trimestrial de capital** pentru elementul materii și materiale, potrivit relației următoare:

$$\overline{NtrMM} = \frac{Bctr}{90} \times \overline{NzMM}$$

Evident, **baza de calcul trimestrială** se referă la toate materiile prime și materialele ce formează stocurile societății comerciale, prin defalcarea bazelor de calcul anuale ale tuturor materiilor prime și materialelor ce urmează a se aproviziona și totalizarea acestora, pe fiecare trimestru în parte.

Fără a cădea în “didacticism”, considerăm că rezolvarea unei aplicații practice ipotetice poate fi utilă celor care doresc să ajungă la operaționalizarea metodei.

Astfel, se pune problema *estimării necesarului mediu anual de capital și pe trimestre* pentru formarea stocurilor de materii și materiale, cunoscându-se următoarele date:

B. Modelul pentru produsele finite și semifabricate destinate vânzării

La finalizarea proceselor de fabricație, societățile comerciale cu activitate de producție obțin *produse finite și/sau semifabricate destinate vânzării* – care sunt stocate pe anumite perioade variabile de timp, din momentul recepționării acestora la depozitele sau magaziile de produse finite și/sau de semifabricate, până la momentul facturării lor efective către beneficiari. În acest interval de timp se realizează diverse operațiuni de sortare, de ambalare, etichetare și de formare a loturilor comerciale, sau chiar unele operațiuni de condiționare-maturizare a bunurilor destinate vânzării.

Capitalul încorporat în aceste bunuri este imobilizat pe durata intervalului de timp în care se realizează operațiunile menționate, **generând o necesitate de finanțat** ce trebuie acoperită în vederea asigurării continuității ciclului de exploatare.

Necesarul de capital pentru acest element de active circulante se estimează prin parcurgerea aceluiași trei etape, cunoscute de la elementele prezentate anterior, cu luarea în considerare a aspectelor specifice referitoare la: **evoluția bazei de calcul** – care se exprimă în cost complet și la **perioada de imobilizare a capitalului** – care se calculează prin utilizarea datelor aferente din perioada precedentă. În acest scop, se folosesc relațiile următoare:

$$I. \quad \overline{NaPf}_j = \frac{C_{cpr}_j}{360} \times \overline{nzi}_j$$

$$II. \quad \overline{nzi} = \overline{So} : \frac{Po}{360}$$

$$\overline{So} = \frac{S_{co}}{T}$$

$$\overline{NaPf} = \sum_{j=1}^n \overline{NaPf}_j$$

$$II. \quad \overline{NzPf} = 360 : \frac{\sum_{j=1}^n C_{cpr}_j}{\overline{NaPf}}$$

$$III. \quad \overline{NtrPf} = \frac{C_{cpr}/tr}{90} \times \overline{NzPf}$$

în care:

\overline{NaPf}_j = necesarul mediu anual de capital pentru produsul finit/semifabricatul j;

C_{cpr}_j = costul complet previzionat pe an pentru produsul finit/semifabricatul j;

\overline{nzi}_j = numărul mediu de zile de imobilizare a capitalului în stadiul desfacerii;

\overline{So} = stocul mediu de produse finite/semifabricate din anul de bază exprimat în unități fizice;

S_{co} = stocul cumulat al perioadei luate în considerare din anul de bază;

P_o = producția fizică din anul de bază;

$\overline{N_{aPf}}$ = necesarul mediu anual de capital pentru elementul produse finite și semifabricate destinate vânzării (ca rezultat final al etapei I de calcul);

$\overline{N_{zPf}}$ = numărul mediu de zile de imobilizare a capitalului în stadiul desfacerii;

$\overline{N_{trPf}}$ = necesarul mediu trimestrial de capital pentru elementul produse finite și semifabricate destinate vânzării.

2.3. Modelul sintetic (global) de estimare a capitalului necesar pentru finanțarea activității curente de exploatare

În condițiile unei relative stabilități economice, societatea comercială își poate determina mai ușor necesarul de finanțare a ciclului de exploatare, apelând la modelul sintetic sau global.

Acest model presupune parcurgerea doar a două etape de calcul, care se referă la:

- dimensionarea necesarului mediu trimestrial de capital pentru totalul activelor circulante;
- defalcarea pe elemente de active circulante, a necesarului mediu de capital, pentru fiecare trimestru în parte.

În acest scop, se utilizează relațiile :

$$\overline{N_{trACpr}} = \frac{CCA_{pr/tr}}{90} \times \overline{Dzpr}$$

$$\overline{Dzpr} = \overline{Dz_0} \pm \Delta Dz$$

$$\overline{Dz_0} = 90 : \frac{CCA_{0/tr}}{\overline{N_{trAC_0}}}$$

$$\overline{N_{tri pr}} = \overline{N_{trACpr}} \times \frac{P_{i_0}}{100}$$

în care:

$\overline{N_{trACpr/0}}$ = necesarul mediu trimestrial de capital pentru ansamblul activelor circulante previzionate sau din anul de bază;

$CCA_{pr/0/tr}$ = costul complet comercial al cifrei de afaceri pe trimestrele anului de previzionare și, respectiv, din anul de bază;

\overline{Dzpr} = durata medie în zile, previzionată, a unui circuit complet al capitalului circulant;

$\overline{Dz_0}$ = durata medie în zile, a unui circuit complet al capitalului circulant, în trimestrele anului încheiat (precedent/de bază);

$\overline{\Delta Dz}$ = modificările previzibile pentru trimestrele viitoare ale duratei în zile a unui circuit complet;

$\overline{Nt_{i\text{pr}}}$ = necesarul mediu trimestrial de capital previzionat pentru elementul i;

P_{i0} = ponderea efectivă a elementului i în necesarul total de capital din anul de bază (precedent).

Avându-se în vedere dinamica diferită a cifrei de afaceri și a celorlalte elemente determinante, *calculele trebuie să fie efectuate pentru fiecare din cele 4 trimestre ale anului.*

Una din dificultățile metodei se referă la *identificarea factorilor care generează modificarea viitoare a duratei medii de imobilizare a capitalului și la cuantificarea efectivă a acestei modificări.* La aceasta, se adaugă și posibilul neajuns presupus de faptul că preluarea și folosirea ponderilor din anul de bază - pentru defalcarea pe elemente a necesarului de capital circulant - poate induce unele discordanțe în alocarea capitalului pentru formarea elementelor concrete de active circulante în anul de previzionare.

2.4. Eficiența utilizării activelor circulante

Eficiența utilizării activelor circulante este foarte importantă pentru rezultatele finale ale activității de exploatare și comercializare. Modul de gestionare al activelor circulante, de folosire a lor și vitezei de rotație a acestora sunt hotărâtoare pentru rentabilitatea și profitabilitatea întreprinderii.

Eficiența utilizării activelor circulante poate fi exprimată cu ajutorul vitezei de rotație a acestora. Viteza de rotație se exprimă prin numărul de rotații și durata în zile a unei rotații.

- numărul de rotații:
$$n_r = \frac{CA.sau.P_{ex}}{Active.circulante},$$

unde P_{ex} este producția exercițiului.

Numărul de rotații ne arată de câte ori activele circulante parcurg ciclul complet al producției în cadrul unui exercițiu financiar.

- Durata în zile a unei rotații:

$$dz = \frac{Activele..circulante}{CA.sau.P_{ex}} * T$$

și ne arată numărul mediu de zile pentru o rotație din momentul achiziționării materiilor prime și până în momentul încasării produselor finite.

În cazul în care asistăm la o creștere a numărului de rotații și implicit a reducerii a duratei în zile a unei rotații vom avea o accelerare a vitezei de rotație a activelor circulante. Creșterea vitezei de rotație atrage după sine o serie de efecte economico – financiare pozitive, cum ar fi:

- eliberări de capital, care pot fi absolute, relative și compuse. Cele relative nu se pot observa cu ochiul liber, ci trebuie determinate.
- Creșterea rezultatelor financiare
- Reducerea costurilor fixe totale pe o rotație.

Diminuarea vitezei de rotație a activelor circulante provine în momentul în care asistăm la o creștere a duratei de zile a unei rotații a activelor circulante. Efectele economico – financiare negative, induse de reducerea vitezei de rotație a activelor circulante sunt:

- imobilizările de capital
- reducerea rezultatelor financiare
- creșterea costurilor fixe totale pe o rotație.

Măsurile de creștere a eficienței activelor circulante:

- reducerea cheltuielilor de aprovizionare și de stocare
- reducerea duratei medii de stocare a produselor finite
- reducerea duratei de încasare.

3. SURSELE DE FINANȚARE A CICLULUI DE EXPLOATARE. FONDUL DE RULMENT ȘI RESURSELE ATRASE (PASIVELE STABILE)

Orice societate comercială are la dispoziție trei categorii de surse de finanțare a ciclului de exploatare:

- surse proprii
- surse atrase
- surse împrumutate.

3.1. Fondul de rulment

Sursele proprii de finanțare a activelor circulante le identificăm sub forma unui excedent de surse permanente față de activele imobilizate, adică fondul de rulment (FR). Fondul de rulment reprezintă surplusul de surse permanente după finanțarea în întregime a activelor imobilizate nete, surplus sau excedent utilizat pentru finanțarea ciclului de exploatare. Fondul de rulment se determină cu relația:

$$FR = Cap.prmanent - Active.imobilizate.nete .$$

Fondul de rulment se poate găsi în una din cele trei situații:

- Pozitiv, și atunci capitalul permanent este mai mare decât activele imobilizate nete, așadar dispune de un excedent de surse permanente care va fi utilizat pentru finanțarea activelor circulante.
- Negativ, rezultă capitalul permanent este mai mic decât activele imobilizate nete, așadar sursele permanente sunt insuficiente să fie acoperită din datoriile pe termen scurt. Aici există riscul de a realiza o non concordanță între lichiditatea activului și exigibilitatea pasivului.
- FR=0 și rezultă capitalul permanent este egal cu activul imobilizat net, adică activele imobilizate nete sunt finanțate în întregime din sursele permanente, nedegajându-se nici un surplus de surse permanente.

Fondul de rulment reprezintă o marjă de siguranță sau de securitate pentru activitatea financiară a întreprinderii. Fondul de rulment se poate împărți în fondul de rulment propriu și fond de rulment străin.

$FRP = Cap.propriu - AIN$, aceasta reprezentând excedentul de surse proprii ce rămân după finanțarea în întregime a activelor imobilizate nete, excedent utilizat pentru finanțarea activelor circulante., reprezintă cea mai ieftină sursă de finanțare.

$FRS = FR - FRP$ ne arată excedentul de datorii pe termen mediu și lung, utilizat pentru finanțarea ciclului de exploatare. Nivelul fondului de rulment nu poate fi apreciat corect prin mărimea lui absolută, deoarece nu este sugestivă valoarea absolută a fondului de rulment.

Pentru a avea o imagine mai clară a mărimii optime a fondului de rulment trebuie să ținem cont de anumite elemente. În primul rând trebuie să se țină cont de nevoia sau necesarul de fond de rulment adică acea parte a activelor circulante care trebuie finanțată din fondul de rulment. Mărimea optimă a fondului de rulment poate fi apreciată numai în raport cu gradul în care fondul de rulment participă la finanțarea nevoii de fond de rulment.

În aprecierea fondului de rulment trebuie să se ia în considerare raportul dintre gradul de lichiditate al activelor și gradul de exigibilitate al pasivelor. Dacă gradul de lichiditate este mai mare decât gradul de exigibilitate (încasările sunt mai rapide decât plățile) fondul de rulment este favorabil, adică cu un volum mai mic de încasări putem echilibra raportul dintre lichiditate și exigibilitate. Aici întâlnim trei situații:

- O situație se referă la folosirea eficientă a activelor circulante, adică dacă creștem volumul de producție prin folosirea eficientă a activelor circulante, respectiv reducerea costurilor sau a sumei activelor circulante, are loc o creștere a rentabilității și ale rezultatelor economice ale întreprinderii.
- Dacă în utilizarea surselor permanente se constată o subutilizare a acestora se va degaja un fond de rulment mai mare, însă poate fi afectată activitatea pe termen lung, adică pot apărea deficiențe, o scădere a capitalului de producție, o scădere a randamentului, așadar o scădere a eficienței utilizării acestora.
- Dacă se face o supra investire, adică se dezvoltă capitalul de producție, există riscul ca acestea să nu fie utilizate corespunzător și asistăm astfel la o creștere în special a cheltuielilor fixe, care diminuează eficiența și rentabilitatea activităților (cheltuielile fixe sunt formate din amortizări, o serie de cheltuieli de întreținere, cheltuieli cu personalul care deservește aceste capitaluri de producție, energia, combustibilul).

În aprecierea fondului de rulment trebuie să se țină seama de specificitatea și de natura activității economice ce se desfășoară.

3.2. Conținutul și rolul resurselor atrase

În tentativa sa de asigurare a echilibrului financiar pe termen scurt, societatea comercială ia în considerare, într-o măsură apreciabilă, **resursele atrase** care rezultă și se manifestă în gestiunea sa internă datorită decalajului temporal existent în mod real și obiectiv între momentele în care apar diversele datorii pe termen scurt (de exploatare) și momentele în care aceste datorii se sting în mod efectiv.

Aceste resurse formează o bună parte a pasivului bilanțului contabil, iar societatea comercială beneficiază de ele gratuit, fiind cele mai avantajoase resurse de finanțare a ciclului de exploatare. Tocmai de aceea, trezorerii activi încearcă întotdeauna să angajeze datorii cu

scadențe cât mai relaxate în timp, în raport cu termenele încasărilor, pe care și le doresc cât mai apropiate.

În cazul în care, la scadențele fixate prin lege sau prin contracte, **plățile sunt amânate** – ca urmare a unei atitudini deliberate sau datorită lipsei de lichidități, în economie se formează un volum ridicat de datorii ale agenților economici față de bugetul de stat, bugetul asigurărilor sociale, fondurile speciale și furnizorii diverselor bunuri și utilități, constituind așa numitele **arierate**, pentru care se calculează penalizări și/sau majorări de întârziere.

În situația în care, datorită manifestării acestui fenomen, o societate comercială ajunge să aibă datorii de exploatare (pe termen scurt) mai mari decât valoarea stocurilor materiale și a creanțelor, **atunci necesarul de fond de rulment devine negativ** ($NFR < 0$), cu consecința înregistrării unui **surplus de pasive circulante, precum și a unui excedent de trezorerie** – care provin gratuit de la terții cu care societatea comercială se află în raporturi economice.

Societatea comercială apare și în ipostaza inversă – de creditoare temporară a clienților săi. De aceea, concluzii asupra situației nete în care se află se pot formula doar pe baza analizei corelative a datoriilor pe termen scurt și a creanțelor asupra terților.

În literatura noastră de specialitate, resursele la care ne-am referit sunt denumite în mod curent **pasive stabile** și se definesc ca *datorii medii minime și cvasipermanente ale societății comerciale față de terți.*

3.3. Modele de estimare a resurselor atrase

Mărimea efectivă a acestor resurse de finanțare a ciclului de exploatare este dată de *soldul datoriilor pe termen scurt înscris în bilanțul contabil*, iar mărimea lor previzionată se estimează prin folosirea **modelului sintetic și a unor modele analitice.**

3.3.1. Modelul sintetic

Modelul sintetic de estimare constă în **însumarea soldurilor medii zilnice** și se referă la grupa 1 de pasive stabile (PST1) – în care sunt cuprinse *elementele cu sold zilnic crescător și termen fix de plată, cunoscut cu anticipație.*

Într-o enumerare logică, în această grupă de pasive stabile sunt incluse:

- 1) Fondul de salarii (FS);
- 2) Contribuția angajatorului pentru:
 - 2.1. asigurările sociale
 - 2.2. fondul asigurărilor sociale de sănătate
 - 2.3. fondul de șomaj

- 3) Contribuția salariaților pentru:
 - 3.1. asigurările sociale
 - 3.2. asigurările sociale de sănătate
 - 3.3. fondul de șomaj
- 4) Impozitul pe veniturile salariale (Ivs);
- 5) Plățile pentru energie electrică, gaze naturale, apă, termoficare (EE,GN,A,T);
- 6) Dobânzile bancare (D^o);
- 7) T.V.A. de plată (T.V.A.);
- 8) Impozitul pe profit (IPr);
- 9) Impozitul pe dividende (IDI), dacă este cazul.
- 10) Alte impozite și taxe.

Pentru estimarea pasivului stabil al acestei grupe, se utilizează următoarele relații, în ordine:

$$\overline{Cz}_i = \frac{Bci}{30(90)}$$

$$\overline{Sz}_i = \sum_{j=1}^{30} \overline{Cz}_{i_j} - p_i$$

$$PST_1 = \min \sum_{i=1}^9 \overline{Sz}_i$$

în care:

\overline{Cz}_i = cota medie zilnică a datoriei la elementul i;

Bci = baza de calcul lunară trimestrială a elementului i;

\overline{Sz}_i = soldul mediu zilnic al datoriei la elementul i;

p_i = mărimea plății periodice la elementul i;

PST_1 = pasivul stabil calculat (estimat) pentru întreaga grupă (ca sumă minimă din cele 30 ale lunii).

3.3.2. Modelele analitice

Modelele analitice de calcul se folosesc pentru estimarea pasivelor stabile din grupa a 2-a (PST2), în care sunt incluse **datoriile cu sold variabil și cu termene de plată variabile, care nu se cunosc anticipat**, fiind vorba despre:

- 1) Datoriile față de furnizori;
- 2) Preliminările pentru constituirea rezervelor destinate reparațiilor capitale;
- 3) Preliminările pentru plata indemnizațiilor de concediu;
- 4) Garanții diverse.

Estimarea mărimii acestor pasive stabile se efectuează pentru fiecare element în parte, folosind modele specifice.

În cazul datoriilor față de furnizori, sunt utilizabile relațiile:

$$PST_A = \frac{Apr/tr}{90} \times \overline{nz\hat{i}}$$

$$\overline{nz\hat{i}} = \frac{\sum_{j=1}^n nz\hat{i}_j \times Vf_j}{\sum_{j=1}^n Vf_j}$$

în care:

PST_A = pasivul stabil degajat din aprovizionare;

Apr/tr = valoarea aprovizionării previzionată pe trimestru;

$\overline{nz\hat{i}}$ = numărul mediu de zile de întârziere a plății facturilor furnizorilor;

$nz\hat{i}_j$ = numărul de zile de întârziere a plății în cazul facturii j;

Vf_j = valoarea facturii j.

Preliminările pentru plata indemnizațiilor de concediu se efectuează în tot cursul anului, în vederea formării rezervei bănești necesare pentru onorarea acestei obligații față de salariații proprii – atunci când se acordă concediile legale de odihnă.

Ca rezerve bănești „în așteptare”, aceste preliminări ajung să se stabilizeze la nivelul unui sold minim în fiecare trimestru, fiind posibilă includerea în cadrul resurselor destinate finanțării ciclului de exploatare.

Pentru dimensionarea acestui gen de pasive stabile se folosesc relațiile:

$$PST_{PrIC} = \frac{FSpr/tr}{90} \times \overline{nzpr_0}$$

$$\overline{nzpr_0} = \frac{Sd\ min}{FSo/tr} \times 90$$

$$PST_{PrIC} = FSpr/tr \times \frac{Po}{100}$$

$$Po = \frac{Sd\ min}{FSo/tr} \times 100$$

în care:

PST_{PrIC} = pasivul stabil din preliminările pentru plata indemnizațiilor de concediu;

$FSpr/tr$ = fondul de salarii previzionat pentru trimestrul anului vizat;

$\overline{nzpr_0}$ = numărul mediu de zile pentru care se efectuează preliminări în anul de bază;

$Sd\ min$ = soldul minim al preliminărilor;

$\overline{FSo/tr}$ = fondul mediu trimestrial de salarii din anul de bază;

Po = ponderea soldului minim al contului aferent preliminărilor în fondul mediu trimestrial de salarii din anul de bază.

Societățile comerciale care au o conduită previzională adecvată **efectuează preliminară și pentru constituirea rezervelor destinate finanțării reparațiilor capitale** – care generează degajarea unor pasive stabile la nivelul trimestrelor, în măsura în care valoarea reparațiilor se situează sub cea a preliminarilor efectuate în acest scop.

Tehnica preliminarilor diferă față de cazul precedent, în sensul realizării constante a acestora, în funcție de valoarea previzionată a reparațiilor capitale.

Pentru estimarea pasivelor stabile de acest gen se utilizează relațiile:

$$\text{PrIRK}_{\text{pr}} = \frac{\text{RK}_{\text{pr}/\text{an}}}{12}$$

$$\text{Re ne}_{\text{pr}} = \text{PrRK}_{\text{pr}}^{\text{c}} - \text{RK}_{\text{pr}}^{\text{c}}$$

$$\text{PSTRK} = \min \text{Re ne}$$

în care:

PrIRK_{pr} = preliminară lunară pentru reparațiile capitale previzionate;

$\text{RK}_{\text{pr}/\text{an}}$ = valoarea reparațiilor capitale previzionate pentru anul viitor;

Re ne_{pr} = rezerva din preliminară neconsumată previzionată;

$\text{PrRK}_{\text{pr}}^{\text{c}}$ = preliminară previzionate pentru reparații capitale, cumulate;

$\text{RK}_{\text{pr}}^{\text{c}}$ = reparații capitale previzionate, cumulate;

PSTRK = pasivul stabil din preliminară pentru reparații capitale.

În contextul gestiunii globale a resurselor, este posibilă și înregistrarea unei situații inverse, *în care valoarea reparațiilor capitale să depășească nivelul preliminarilor aferente, generând un deficit de pasive* – care va fi acoperit pe seama fondului de rulment disponibil sau chiar prin angajarea de credite bancare.

În structura acestei grupe de pasive stabile mai sunt incluse și *rezervele aferente garanțiilor acordate clienților în scopul promovării vânzărilor, precum și eventualele chirii de plătit*, în cazul în care societatea comercială folosește unele utilaje închiriate.

Dimensionarea mărimii acestor pasive stabile se realizează prin luarea în considerare a experienței din trecut și a elementelor de referință din contractele de vânzare și/sau de închiriere.

4. SURSELE DE FINANȚARE A CICLULUI DE EXPLOATARE.

CREDITUL COMERCIAL

4.1. Formele creditului comercial

Valorificarea pe piață a produselor, lucrărilor, serviciilor sau mărfurilor, ce fac obiectul activității societății comerciale, se realizează atât prin vânzările cu *incasare imediată*, la vedere (cash), a contravalorii acestora, cât și prin *acceptarea/promovarea creditului comercial*, care

presupune încasarea viitoare a acestei contravalori, după o anumită perioadă de timp. Termenele cele mai uzuale ale acestor încasări viitoare sunt de 30, 60 sau 90 de zile, dar pot fi convenite și perioade mai mari de timp. În acest context, apare necesitatea **gestiunii clienților și cea a conturării și promovării unei politici de credit comercial** - în vederea creșterii cifrei de afaceri și a mărimii profitului obținut.

Gestiunea clienților reprezintă ansamblul metodelor și instrumentelor de acceptare/promovare a creditului comercial și de utilizare cât mai eficientă a capitalurilor imobilizate în creditele comerciale consimțite.

Creditele comerciale sunt acele credite pe care și le acordă direct subiecții economici ce derulează operațiunile de vânzare cumpărare pe piața bunurilor, lucrărilor și serviciilor, fără intervenția unei verigi intermediare și *fără să fie explicit purtătoare de dobânzi*. Aceste credite se practică sub forma creditelor vânzător și a creditelor cumpărător.

Creditele vânzător sunt reprezentate de vânzările de produse, lucrări, servicii și/sau mărfuri pe credit.

Creditele cumpărător apar ca expresie a plăților efectuate în avans spre a putea beneficia de livrările dorite într-un viitor apropiat.

Societatea comercială se află atât în ipostaza de **a acorda credite comerciale**, prin creditele - clienți acceptate și/sau avansurile plătite către unii furnizori, cât și în ipostaza de **a beneficia de credite comerciale**, prin creditele-furnizori ce i-au fost acceptate și/sau avansurile primite de la unii clienți, potrivit următoarei reprezentări grafice:

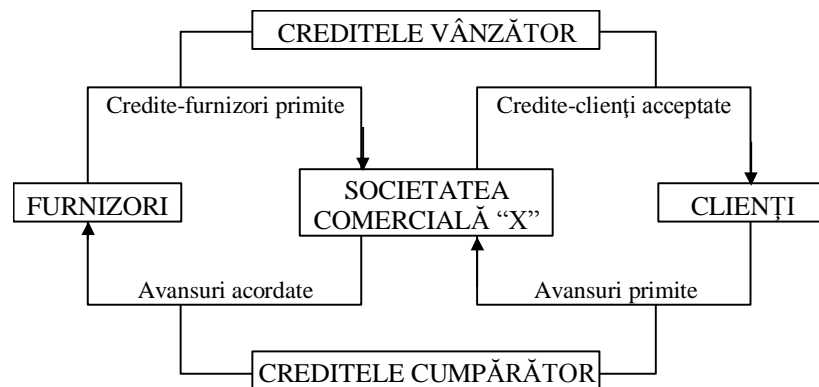


Figura nr.4.1. Tipurile de credite comerciale acceptate sau primite de societățile comerciale

Creditele-clienți și avansurile acordate furnizorilor reprezintă o *alocare de capitaluri ale societății comerciale*, fiind o **necesitate de finanțat** a gestiunii viitoare. Simetric, creditele-furnizori și avansurile primite de la clienți reprezintă **resurse de finanțare** a ciclului de exploatare al societății comerciale, provenite de la terți.

Volumul creditelor comerciale, aflate la un moment dat în circuitul economic, este deosebit de ridicat și depășește, în multe cazuri, pe cel al creditelor bancare. În acest context, s-au născut o

seamă de dispute și s-au făcut auzite numeroase critici cu privire la consecințele propagate în economie de extinderea considerabilă a acestui gen de credite, vizând *denaturarea concurenței și restrângerea/anihilarea efectelor politicii de creditare promovate de Banca Națională*.

În continuare se vor prezenta doar aspectele referitoare la **gestiunea creditelor-clienți**, cu mențiunea că problematica avansurilor acordate furnizorilor este relativ similară.

4.2. Politica și gestionarea creditelor clienți

Politica creditelor-clienți este decisă (stabilită) de către fiecare societate comercială, fiind recomandabilă elaborarea a mai multe variante, care să țină seama de următorii parametri:

- a) evoluția probabilă a vânzărilor, în funcție de condițiile de creditare ale fiecărei variante;
- b) costul capitalului, în funcție de creditele-clienți acordate;
- c) mărimea cheltuielilor de administrare a creditelor-clienți;
- d) riscul direct asumat;
- e) mărimea relativă și absolută a rabatului (discountului) acordat pentru reducerea duratei creditului comercial.

Creditele-clienți acceptate de o societate comercială reprezintă o veridică **investiție de capital** a acesteia, care-i poate aduce o anumită rentabilitate. Pe baza acestei caracteristici, în componența gestiunii clienților se includ:

- 1) investiția de capital aferentă soldului creditelor-clienți (sau al efectelor comerciale de primit);
- 2) rentabilitatea degajată de vânzările suplimentare realizate datorită creșterii duratei creditării clienților;
- 3) costul marginal al creșterii investiției de capital în creditele-clienți;
- 4) riscurile de insolvabilitate a clienților;
- 5) profitul marginal net.

1) Dacă ne referim la un singur client, creditul comercial ce i se acceptă la vânzarea bunurilor este *o alocare de capital pe termen scurt* - din momentul livrării, până la cel al încasării. Privite în ansamblul lor, **creditele comerciale acordate tuturor clienților reprezintă o alocare permanentă de capital a societății comerciale, fiind o investiție ce trebuie să fie finanțată continuu**. Mărimea valorică a acestei investiții (imobilizări) se determină astfel:

$$Cr_{Cl} = \frac{C.A.}{360} \times \overline{Dz}_i$$

în care:

Cr_{Cl} = credite-clienți acordate (acceptate);

C.A. = cifra de afaceri exprimată în preț (cu sau fără T.V.A.);

\overline{Dz}_i = durata medie în zile a încasării livrărilor (durata stingerii creanței).

Creșterea duratei creditelor-clienți determină o sporire a volumului vânzărilor către clienții curenți și atragerea a noi clienți, care sunt interesați de prelungirea termenelor de plată ale aprovizionărilor pe care le realizează.

2) Rentabilitatea aferentă vânzărilor suplimentare, degajată ca urmare a prelungirii duratei creditelor-clienți, este dată de mărirea **marjei asupra costurilor variabile** (costurile fixe și profitul exploatarei) și motivează promovarea unei asemenea politici în gestiunea clienților. Întrucât evaluarea acestei rentabilități la nivelul întregii gestiuni a clienților este mai dificil de realizat, **este recomandabilă dimensionarea rentabilității marginale a unei modificări a duratei creditelor-clienți**. În acest sens, costurile fixe, care rămân constante la variațiile cifrei de afaceri, sunt absorbite de vânzările inițiale, iar cele aferente vânzărilor suplimentare, înregistrate datorită prelungirii duratei creditelor-clienți, se regăsesc ca elemente de rentabilitate, alături de profitul corespunzător acestor vânzări.

3) Prolungirea duratei creditelor-clienți **determină apariția unui cost marginal** al imobilizării unei părți din capital în creșterea mărimii creditelor-clienți, prin prelungirea duratei acestora. Acest cost este la nivelul *dobânzii plătite*, dacă sursa capitalului aferent este un credit bancar, sau la nivelul *costului de oportunitate*, dacă se utilizează resurse proprii.

4) Într-o economie concurențială de piață, frecvența și numărul falimentelor sunt relativ ridicate, iar riscurile de insolvabilitate ale clienților se pot ivi cu atât mai mult, cu cât perioada de timp a finalizării unei afaceri este mai mare. În consecință, prelungirea duratei de încasare a creanțelor societăților comerciale asupra terților clienți este însoțită, în mod inevitabil, și **de creșterea riscurilor de insolvabilitate a unora dintre clienții creditați**.

5) Principala componentă a gestiunii clienților, care orientează politica financiară a societății comerciale în ce privește prelungirea duratei creditelor-clienți, este **profitul marginal net**. Acest profit se determină ca diferență între rentabilitatea vânzărilor suplimentare și costul creșterii creditelor-clienți, cu luarea în considerare și a creșterii riscurilor de insolvabilitate a clienților. De asemenea, profitul marginal net este influențat și de celelalte cheltuieli ocazionate de prelungirea duratei creditelor-clienți, vizând salarizarea suplimentară pentru extinderea gestiunii clienților, cheltuielile de service sau impuse de verificarea conturilor noilor clienți.

PARTEA III. GESTIUNEA ECHILIBRULUI FINANCIAR AL ÎNTREPRINDERII

1. INDICATORII ECHILIBRULUI FINANCIAR. ACTIVUL NET CONTABIL SI FONDUL DE RULMENT

În procesul de luare a deciziilor, managerii societăților comerciale sunt interesați de natura, structura și valoarea resurselor utilizate, întrucât acestea influențează asupra expunerii la risc a societății comerciale. Deciziile de finanțare a activelor generează costuri și riscuri diferite. Finanțarea pe seama capitalurilor împrumutate crește expunerea societății comerciale la risc. Nivelul dobânzilor și fluctuația acestora generează costuri și riscuri financiare.

Nivelul resurselor investite în active și finanțarea acestora ridică problema dimensionării și utilizării activelor imobilizate (durabile) și circulante (curente), concomitent cu capacitatea societății comerciale de a-și plăti obligațiile pe termen scurt și lung. Metodele de gestiune a echilibrului financiar au rolul de a asigura informații cu privire la situația echilibrului la un moment dat (metodele statice) și cu privire la fluxurile financiare și impactul lor asupra echilibrului pe termen lung (metodele dinamice).

Echilibrul financiar este unul din obiectivele permanente ale întreprinderii. Echilibrul financiar presupune o armonizare a activității economico – financiare, astfel încât să se creeze raporturi optime între venituri și cheltuieli, între încasări și plăți, între nevoi și resurse. Echilibrul financiar urmărește pe de-o parte corelarea utilizărilor cu resursele financiare din punct de vedere al duratei și pe de altă parte asigurarea plăților pe seama încasărilor. Starea de echilibru financiar nu există, practic ea e doar o tendință care se află permanent în mișcare, în dinamică.

Echilibrul financiar poate fi definit și altfel, din prisma celor interesați, adică acționari, manager și creditorii.

Pentru acționari, realizarea echilibrului financiar înseamnă obținerea aceluși nivel de rentabilitate care să asigure renumerarea capitalului prin dividende. Dezechilibrul financiar se manifestă atunci când rata de rentabilitate obținută nu acoperă renumerarea capitalului, precum și riscurile de exploatare, financiare sau de faliment pe care și le asumă investitorii.

Pentru o societate cotate la bursă, semnele dezechilibrului financiar se manifestă prin scăderea valorii de piață a acțiunilor. Analiza acestei scăderi a valorii acțiunilor trebuie făcută în contextul pieței de capital pentru a se putea identifica în ce măsură scăderea valorii este o reflectare a activității întreprinderii, respectiv o reflectare a conjuncturii pe piața de capital.

Dacă întreprinderea nu este cotate la bursă, însemnele dezechilibrului financiar se pot manifesta prin nivelul și tendința unor indicatori financiari:

- rata de creștere economică
- autonomia financiară

- rentabilitatea economico – financiară.

Pentru manageri echilibrul financiar înseamnă maximizarea valorii întreprinderii, adică atingerea obiectivului managementului. Realizarea acestui obiectiv, în aprecierea echilibrului financiar este însoțită de unele criterii financiare privind autonomia financiară, rentabilitatea și rata de creștere economică. Însemnele dezechilibrului financiar se manifestă în acest caz prin necorelarea unor obiective cu eforturile de realizare a lor. De exemplu se propune o anumită rată de creștere economică, dar dimensionarea necorespunzătoare a acestui nivel de creștere poate atrage costuri suplimentare a finanțării și așadar o diminuare a rentabilității.

Pentru creditorii, echilibrul financiar este atunci când întreprinderea are capacitatea de rambursare la termen a datoriilor și dobânzilor, importantă fiind starea de lichiditate și solvabilitate a întreprinderii respective. Dezechilibrul financiar este atunci când apar neonorări din partea întreprinderii.

1.1. Activul net contabil

Activul net contabil – sau situația netă reprezintă averea acționarilor degrevată de datorii, așadar valoarea netă a întreprinderii prin prisma capitalului propriu.

$$ANC = AT - DT = PT - DT = Cap.propriu$$

Activul net contabil prezintă importanță pentru acționari deoarece se poate cunoaște valoarea averii și evoluția acesteia, dar este important și pentru creditorii deoarece gajul se constituie pe baza activului net contabil.

Dacă $ANC > 0$ înseamnă că întreprinderea desfășoară o activitate profitabilă și alocă permanent surse pentru dezvoltare. Activul net contabil trebuie să înregistreze o tendință de creștere anual pentru a putea atinge obiectivul managementului, adică creșterea valorii întreprinderii. Un activ net contabil ne arată o activitate profitabilă, o politică judicioasă a profitului, o fructificare bună a elementelor patrimoniului întreprinderii.

Dacă $ANC < 0$ se înregistrează o diminuare a capitalului propriu, o diminuare a averii acționarilor ca urmare a unei activități încheiate cu pierderi. Dacă activitatea încheiată cu pierdere se perpetuează în timp, pe mai multe exerciții financiare, activul net contabil se diminuează deoarece pierderile se deduc sau se scad din capitalul propriu și se ajunge la situația în care se consumă întreg capitalul propriu și atunci acționarii nu mai recuperează nimic, rămânând de lichidat doar o parte din datoriile rămase.

1.2.Fondul de rulment

Fondul de rulment constituie un indicator financiar al stării societății comerciale.

Ca **flux financiar**, fondul de rulment “constituie o marjă de securitate pentru societate; acesta este partea din resursele pe termen lung care finanțează activele circulante” Valoarea fondului de rulment constituie rezultatul deciziilor de politică economică și financiară promovate de manageri. Aceștia sunt obligați să procedeze la ajustarea și prevenirea fluctuațiilor nedorite ale fondului de rulment, prin acțiunile asupra fluxurilor financiare.

Managerii societăților comerciale sunt interesați de valoarea capitalului permanent pe care o pot utiliza pentru finanțarea activelor reale curente și plata efectelor comerciale de plătit. **Fondul de rulment** determinat pe baza bilanțului financiar (care prezintă fluxurile nete de lichidități, grupate în funcție de factorul timp), oferă informații utilizabile în activitatea decizională operativă, dar și în activitățile de analiză și de prognoză.

$$FR = \text{CAPITALURI PERMANENTE} - \text{ACTIVE IMOBILIZATE}$$

Reflectând relația dintre finanțarea pe termen lung și finanțarea pe termen scurt, fondul de rulment net poate înregistra în decursul activității societății comerciale valori pozitive, negative sau neutre.

Valoarea pozitivă a fondului de rulment net (FR>0) reflectă situația în care valoarea capitalurilor permanente este superioară investițiilor realizate. Acest fapt ne semnalează pe de-o parte că echilibrul între utilizări și resurse a fost realizat (el apare pentru relația de egalitate dintre utilizările și resursele pe termen lung) iar pe de altă parte că a mai rămas un excedent de resurse pe termen lung pe care societatea comercială le poate utiliza pentru echilibrarea pe termen scurt între resurse și utilizări.

Societatea comercială poate să-și onoreze obligațiile scadente curente și dispune de un excedent de lichidități utilizabil în cazul apariției unor dificultăți legate de vânzarea activelor sau de plata obligațiilor față de terți. Se poate considera că, solvabilitatea și echilibrul financiar dinamic pe termen scurt sunt asigurate.

Valoarea negativă a fondului de rulment net (FR<0) reflectă situația în care valoarea activelor circulante este inferioară datoriiilor pe termen scurt, exprimând existența unui **excedent de datorii**.

Echilibrul financiar pe termen scurt este afectat, întrucât lichiditățile potențiale nu acoperă exigibilitățile potențiale. Analiza trebuie extinsă prin luarea în considerare a vitezei de rotație a activelor și pasivelor. În situația în care durata medie de conversie a activelor circulante este mai scurtă decât durata medie de plată a datoriiilor pe termen scurt, echilibrul financiar este posibil să fie totuși realizat. Altfel spus, atunci când gradul de lichiditate al activelor circulante este superior

gradului de exigibilitate al datoriilor pe termen scurt, societatea comercială realizează un excedent de lichidități, care îi permite achitarea datoriilor exigibile curente.

Valoarea neutră a fondului de rulment net (FR = 0) reflectă situația în care, valoarea activelor circulante este egală cu datoriile pe termen scurt.

Teoretic, solvabilitatea curentă este asigurată, însă practic există riscuri legate de lichiditatea și exigibilitatea elementelor patrimoniale:

- transformarea cu întârziere a stocurilor în lichidități;
- existența unor stocuri nevandabile și deteriorate;
- insolvabilitatea clienților;
- schimbarea structurii și a nivelului cererii de bunuri și servicii economice.

Managerii societății comerciale sunt constrânși să ia măsuri de vindere rapidă a creanțelor, activelor neutilizabile, valorificare a creanțelor, creștere a autofinanțării, a capitalului social și a capitalului împrumutat pe termen mediu. În practică, valoarea neutră a fondului de rulment constituie o raritate, însă sunt posibile valori apropiate de nivelul neutru.

Din punct de vedere al structurii, fondul de rulment poate fi alcătuit din fond de rulment propriu (FRP), respectiv fond de rulment străin (FRS). Acestea ne arată fie excedentul de surse proprii, fie excedentul de datorii pe termen mediu și lung, care va fi utilizat pentru finanțarea activelor circulante. Ponderea cea mai mare ar trebui să o aibă fondul de rulment propriu.

$$FRP = Capital.propriu - Active.imobilizate.nete$$

și

$$FRS = FR - FRP$$

2. INDICATORII ECHILIBRULUI FINANCIAR. NECESARUL DE FOND DE RULMENT ȘI TREZORERIA NETĂ

2.1. Necesarul de fond de rulment

Managerul financiar este interesat să cunoască atât **capitalul disponibil la un moment dat** (fondul de rulment), cât și **capitalul necesar** (necesarul de fond de rulment) pentru asigurarea continuității activității societății comerciale.

Abaterea dintre utilizările (alocările) și resursele aferente ciclului operațiunilor curente (din exploatare și din afara exploatării) constituie **necesarul de fond de rulment (NFR)**, care exprimă necesarul de capital destinat finanțării ciclului operațiunilor curente când abaterea este pozitivă și care o numim NFR pozitiv sau un excedent de resurse numit NFR negativ.

În vederea estimării capitalului necesar finanțării ciclului operațiunilor curente se exclud: disponibilitățile bănești, investițiile financiare pe termen scurt, creditele bancare curente

. Relațiile de calcul utilizate în vederea determinării necesarului de fond de rulment (NFR) sunt:

$$\text{NFR} = \text{Utilizări (alocări) curente} - \text{Resurse curente}$$

unde:

$$\text{Utilizări curente} = \text{Active curente} - (\text{Disponibilități bănești} + \text{Investitii financiare pe termen scurt})$$

$$\text{Resurse curente} = \text{Datorii pe termen scurt totale} - \text{Credite pe termen scurt}$$

Necesarul de fond de rulment poate fi:

- **pozitiv**, atunci când utilizările (alocările) curente sunt mai mari decât resursele curente care pot fi mobilizate. Cauza o constituie decalajul dintre gradul de lichiditate a stocurilor și creanțelor totale, care este mai redus, comparativ cu gradul de exigibilitate a datoriilor curente. Societatea comercială se confruntă cu încetinirea ritmului încasărilor și creșterea ritmului plăților. Numai dacă creșterea necesităților de finanțare este consecința unei politici active de investiții, situația financiară a societății comerciale poate fi considerată normală;
- **negativ**, atunci când utilizările (alocările) curente sunt mai reduse decât resursele curente, ca urmare a creșterii vitezei de rotație a activelor circulante și existenței unor termene de plată a datoriilor avantajoase pentru societatea comercială. Dacă aceasta se confruntă cu întreruperi temporare în aprovizionarea și reînnoirea stocurilor, atunci necesarul de finanțare se reduce, putând înregistra valori negative.

Sub aspectul stabilității temporale, capitalul necesar finanțării ciclului operațiunilor curente cuprinde:

- **NFR permanent**, destinat finanțării alocațiilor structurale cu caracter stabil. Partea structurală poate fi finanțată integral pe seama capitalurilor permanente (CP). Atunci când capitalurile proprii (Cpr) și datoriile pe termen mediu și lung (Dtml) sunt insuficiente, datoriile minime cvasipermanente (datoriile curente) (Dcp) participă la finanțarea alocațiilor structurale.
- **NFR variabil**, destinat finanțării alocațiilor cu caracter conjunctural sau instabil (fluctuații întâmplătoare sau cu caracter sezonier ale activității). Finanțarea acestor alocații impune utilizarea unor resurse cu caracter temporar: credite bancare curente, amânarea plății obligațiilor față de terți, când cele degajate sub forma NFR nu sunt suficiente.

Sub aspectul naturii operațiunilor curente, capitalul necesar finanțării acestora cuprinde necesarul de fond de rulment din exploatare și respectiv din afara exploatării.

Necesarul de fond de rulment din exploatare (NFRexpl), se determină ca diferență între alocațiile și resursele aferente exploatării.

- **Necesarul de fond de rulment din afara exploatării (NFRafexpl)**, se determină ca diferență între alocațiile și resursele din afara exploatării.

Necesarul de fond de rulment (NFR) la nivelul societății comerciale constituie suma algebrică a celor două componente prezentate anterior:

$$\text{NFR} = \text{NFR}_{\text{expl}} + \text{NFR}_{\text{af. expl}}$$

2.2. Trezoreria netă

Deciziile pe termen lung, cu privire la politica de investiții și de finanțare, influențează asupra fondului de rulment (FR). Fluctuația nivelului de activitate, măsurată prin cifra de afaceri și decalajele pe termen scurt dintre venituri și cheltuieli, încasări și plăți influențează asupra necesarului de fond de rulment (NFR). Ajustarea valorii relativ constante a (FR) cu valoarea fluctuantă în timp a NFR se realizează prin intermediul trezoreriei nete (TN).

$$\text{TN} = \text{FR} - \text{NFR}$$

Această relație reflectă faptul că, orice fluctuație a FR și NFR influențează asupra trezoreriei nete, care constituie **soldul disponibilităților resurselor financiare pe termen scurt sau excedentul capitalului permanent față de nevoia de active circulante neacoperite din resurse pe termen scurt.**

Trezoreria netă poate fi:

- A. pozitivă**, când $\text{FR} > \text{NFR}$. În această situație, **societatea comercială dispune de un excedent de lichidități** care permite efectuarea de plasamente fie pe piața monetară, fie pe piețele de capital.

Trezoreria pozitivă **asigură realizarea echilibrului financiar pe termen scurt**. Totuși, **pe termen lung**, utilizarea insuficientă a resurselor durabile (stabile) **poate avea consecințe negative asupra recompensării capitalurilor proprii și rambursării împrumuturilor contractate de pe piață**. Această situație este specifică societăților comerciale din sfera comerțului.

- B. negativă**, când $\text{FR} < \text{NFR}$. În această situație, **societatea comercială nu-și poate finanța integral ciclul de exploatare pe seama FR**. Aceasta trebuie să recurgă la contractarea de noi credite bancare.

Întrucât mărimea creditelor este superioară mărimii lichidităților, costurile financiare și expunerea la risc cresc. Riscurile sunt atât de natură economică, cât și de natură pur financiară: fluctuația permanentă și respectiv inversarea nedorită (dezavantajoasă) a ratei medii a dobânzii pe piață. Trezoreria negativă este mai des întâlnită în cazul societăților comerciale din industrie.

- C. neutră**, când $\text{FR} = \text{NFR}$. În practică, situația în care societatea comercială dispune de un FR care finanțează exact NFR se poate întâlni în mod excepțional.

În practică, situațiile, în care valoarea trezoreriei nete fluctuează în jurul pragului de neutralitate, sunt mult mai frecvente în raport cu neutralitatea absolută.