

PERFORMANȚĂ ȘI RISC ÎN ANALIZA FINANCIARĂ

SILVIA PETRESCU*

Performance et risque dans l'analyse financière

Résumé

L'un des objectifs de l'analyse financière en vue d'élaborer le diagnostic financier c'est la performance qui caractérise la rentabilité d'entreprise et les risques accompagnants.

Sur la base des données offertes par les comptes annuels, ou les situations de rapportement financières – bilan et compte des résultats – on peut calculer les principaux indicateurs de performance par les soldes intermédiaires de gestion concernant l'activité de l'entreprise (chiffre d'affaires, production d'exercice, valeur ajoutée, marge commerciale) et les autres soldes concernant la rentabilité (excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat financier, résultat courant, résultat brut et net de l'exercice).

En partant de ces soldes, on détermine les ratios de rentabilité économique et financière, par la comparaison des résultats avec coûts, chiffre d'affaires, les capitaux investis ou les capitaux propres.

On estime les risques qui accompagnent ces rentabilités par les coefficients de levier (économique et financier) établis sur la base de calcul marginal en termes d'élasticité.

Termeni cheie. Solduri intermediare de gestiune, marje, rate, rentabilitate economică, rentabilitate financiară, coeficienți de levier, riscuri.

Introducere

Rentabilitatea este categoria economică care exprimă capacitatea întreprinderii de a obține profit, ceea ce reflectă *performanța* acesteia. Obiectivul major al întreprinderii este atât mărirea averii participanților la viața întreprinderii (acționari, salariați, creditori, stat), cât și creșterea valorii acesteia în scopul asigurării propriei dezvoltări. Realizarea acestui obiectiv este condiționată de desfășurarea unei activități rentabile, care să permită *remunerarea* factorilor de producție și a capitalurilor utilizate.

Rentabilitatea rezultă din comensurarea *efectelor* concretizate în venituri cu *eforturile* reflectate în cheltuieli și se evaluează prin intermediul *marjelor* și al *ratelor* de rentabilitate. Marjele calculate ca *diferențe* între venituri și cheltuieli caracterizează insuficient gradul de rentabilitate al întreprinderii, deoarece pot exista unități foarte rentabile cu marje mici și invers, rentabilități slabe cu marje mari. Numai ratele calculate

* Profesor universitar doctor la Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” Iași, Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor

sub formă de rapoarte caracterizează *real* gradul de rentabilitate și exprimă în modul cel mai sintetic *eficiența* cheltuielilor sau a utilizării capitalurilor investite.

Performanța reflectată în contul de profit și pierdere

Contul de rezultat *Profit și pierdere* este situația financiară anuală redactată în termeni de *flux*, care cuprinde ansamblul fluxurilor patrimoniale ce permit crearea bogăției pornind de la ansamblul cheltuielilor și veniturilor. Soldul net al contului (creditor sau debitor) reflectă *performanța* (contraperformanța) întreprinderii, respectiv capacitatea acesteia de a genera *fluxuri* viitoare de numerar prin utilizarea resurselor.

În vederea evaluării performanței întreprinderii, datele din contul de profit și pierdere necesare elaborării diagnosticului financiar pot fi structurate prin intermediul *Tabloului soldurilor intermediare de gestiune (Cascada SIG)* în două categorii: unele care vizează creșterea și dezvoltarea întreprinderii (SIG - *activitate*) și altele ce vizează rentabilitatea (SIG - *rentabilitate*) [S. Petrescu, 2004, p. 193].

Soldurile intermediare caracteristice exploatării

1) *Cifra de afaceri (CA)* exprimă volumul afacerilor cu terții cu ocazia activității curente:

$$CA = \text{Vânzări de mărfuri} + \text{Producția vândută.}$$

2) *Marja comercială* este suplimentul de valoare adusă prin activitatea de producție și comercializare a întreprinderii, fiind un element al valorii adăugate:

$$Mc = \text{Vânzări de mărfuri} - \text{Costul mărfurilor vândute}$$

3) *Producția exercițiului (Pex)* cuprinde bunurile și serviciile produse în cursul exercițiului, indiferent de destinație:

$$Pex = \text{Producția vândută} + \text{Producția stocată} + \text{Producția imobilizată}$$

4) *Valoarea adăugată (Vad)* exprimă ceea ce adaugă întreprinderea la circuitul economic prin propria activitate:

$$Vad = \text{Marja comercială} + \text{Producția exercițiului} - \text{Consumurile intermediare.}$$

Pe baza datelor din contul de rezultat al întreprinderii X rezultă SIG din Tabelul 1:

Tabel 1 Soldurile Intermediare de Gestiune – activitate

Nr. crt.	SIG – activitate (milioane lei)	Exercițiul financiar		Abateri (± Δ)	Indici (%)
		Precedent	Curent		
1	Vânzări de mărfuri (Vmf)	4465	6134	+ 1669	137,4
2	Costul mărfurilor vândute (Chmf)	4158	5350	+ 1192	128,7
3	<i>Marja comercială (Mc)</i> (1-2)	307	784	+ 477	155,0
4	Producția vândută (Pv)	530551	777384	+ 246833	146,5
5	<i>Cifra de afaceri netă (CA)</i> (1+4)	535016	783518	+ 248502	146,4
6	Variația stocurilor (±ΔS)	- 4924	- 89949	- 85025	1826
7	Producția imobilizată (Pi)	598	2254	+ 1656	376,8
8	<i>Producția exercițiului(Pex)</i> (4+6+7)	526225	689688	+ 163463	131,0
9	Consumuri intermediare (Ci)	292546	380067	+ 87521	129,9
10	<i>Valoarea adăugată (Vad)</i> (3 + 8 - 9)	233987	310405	+ 76418	132,6

Din tabelul 1 rezultă că toate soldurile intermediare de gestiune privind exploatarea au cunoscut dinamici ascendente, remarcându-se efectul favorabil al destocajului,

precum și existența unor corelații satisfăcătoare între ritmurile de creștere ale elementelor luate în calculul *indicatorilor valorici* ai producției și comercializării.

Soldurile intermediare de gestiune fiind supuse influenței creșterii prețurilor, pentru asigurarea comparabilității, creșterea reală (Cr) a acestora, se determină prin *deflatare* ținând seama de creșterea nominală (Cr nom) și de rata inflației (Ri) cu formula lui

$$\text{Fisher: } Cr = \left(\frac{1 + Cr \text{ nom}}{1 + Ri} - 1 \right) \cdot 100 = \frac{Cr \text{ nom} - Ri}{1 + Ri} \cdot 100 (\%).$$

Soldurile Intermediare de Gestiune privind rentabilitatea

În continuarea Soldurilor Intermediare de Gestiune privind exploatarea care caracterizează performanța activității economice (cifra de afaceri, producția exercițiului, valoarea adăugată), se calculează în "cascadă" Soldurile Intermediare de Gestiune care caracterizează performanța financiară prin *marjele de rentabilitate*:

1) *Excedentul brut (Insuficiența) de exploatare (EBE)* este rezultatul realizat din activitatea curentă a întreprinderii, care măsoară capacitatea întreprinderii de a genera și conserva fonduri în condiții de funcționare:

$$EBE = \text{Valoarea adăugată (Vad)} + \text{Subvenții de exploatare (Sbv)} - \text{Impozite, taxe, vărsăminte asimilate (I+Tx)} - \text{Cheltuieli cu personalul (Chp)}.$$

2) *Rezultatul din exploatare (Rexp)* măsoară performanța industrială și comercială a întreprinderii, fiind independent de politica financiară și fiscală:

$$Rexp = \text{Excedentul brut (EBE)} + \text{Alte venituri din exploatare (Ave)} - \text{Amortizări și provizioane - Alte cheltuieli de exploatare}.$$

3) *Rezultatul financiar (Rfin)* este rezultatul din activitatea financiară, cuprinde elemente de fluxuri financiare și elemente care corespund riscurilor atașate:

$$Rfin = \text{Venituri financiare} - \text{Cheltuieli financiare}.$$

4) *Rezultatul curent (Rcrt)* ține cont de politica de finanțare a întreprinderii:

$$Rcrt = Rexp + (\text{Venituri financiare} - \text{Cheltuieli financiare}) = Rexp + Rrfin$$

5) *Rezultatul extraordinar (Rextr)* provine din activitatea neobișnuită a întreprinderii:

$$Rextr = \text{Venituri extraordinare} - \text{Cheltuieli extraordinare}.$$

6) *Rezultatul brut al exercițiului (Rbr)* este suma rezultatelor pe tipuri de activități:

$$Rbr = Rexp + Rfin + Rextr = Rcrt + Rextr = \text{Venituri totale} - \text{Cheltuieli totale}.$$

7) *Rezultatul net al exercițiului (Rnet)* este soldul final după aplicarea cotei de impozit (i), asupra rezultatului brut, urmând a fi repartizat conform legii:

$$Rnet = Rbr - \text{Impozitul pe profit} = Rbr(1 - i).$$

Continuând calculul SIG din tabelul 1, se obțin în "cascadă" Soldurile Intermediare de Gestiune privind performanța întreprinderii prin marjele de rentabilitate (Tabelul 2):

Tabel 2 Calculul SIG – marjele de rentabilitate

Nr. crt.	Solduri intermediare de gestiune - rentabilitate (milioane lei)	Exercițiul financiar		Abateri ($\pm \Delta$)	Indici (%)
		Precedent	Curent		
1	Valoarea adăugată (Vad)	233987	310405	+ 76418	132,6
2	+ Subvenții de exploatare	-	-	-	-
3	- Alte impozite și taxe	5555	8441	+ 2886	151,9
4	- Cheltuieli cu personalul	112265	152105	+ 39840	135,5
5	Excedent brut de exploatare (EBE)	116167	149859	+ 33692	129,0

6	+ Alte venituri din exploatare	4418	4604	+ 186	104,2
7	- Ajustare valori imobilizări	10000	50445	+ 40445	504
8	- Alte cheltuieli de exploatare	7577	9410	+ 1833	124,2
9	<i>Rezultatul din exploatare (Rexp)</i>	<i>103008</i>	<i>94608</i>	<i>- 8400</i>	<i>91,8</i>
10	+ Venituri financiare	3097	5641	+ 2544	182,1
11	- Cheltuieli financiare	55309	30960	- 24349	56
12	<i>Rezultatul financiar (Rfin)</i>	<i>- 52212</i>	<i>- 25319</i>	<i>+ 26893</i>	<i>48,5</i>
13	<i>Rezultatul curent (Rcrt) (9 + 12)</i>	<i>50796</i>	<i>69289</i>	<i>+ 18493</i>	<i>136,4</i>
14	+ Venituri extraordinare	-	-	-	-
15	- Cheltuieli extraordinare	-	-	-	-
16	<i>Rezultatul extraordinar (Rextr)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
17	<i>Rezultatul brut (Rbr) (13 + 16)</i>	<i>50796</i>	<i>69289</i>	<i>+ 18493</i>	<i>136,4</i>
20	- Impozitul pe profit	10128	17906	+ 7777	176,8
21	<i>Rezultatul net (Rnet)(29 - 30)</i>	<i>40668</i>	<i>51384</i>	<i>+ 10716</i>	<i>126,3</i>

Se constată efectul favorabil al creșterii valorii adăugate asupra excedentului brut din exploatare și a celorlalte marje de rentabilitate, cu excepția rezultatului din exploatare, precum și reducerea pierderii financiare care a favorizat majorarea rezultatului curent.

Capacitatea de autofinanțare și autofinanțarea

În finalul soldurilor intermediare de gestiune ce caracterizează performanța economică și financiară se determină două *solduri reziduale* de fluxuri:

1) *Capacitatea de autofinanțare (CAF)*, numită și *marjă brută de autofinanțare*, este un sold rezidual de flux ce lasă la dispoziția întreprinderii *resurse proprii* disponibile pentru finanțarea diverselor necesități. Acest sold se poate determina prin două metode:

a) Prin *metoda fluxurilor*, pornind de la *Excedentul Brut al Exploatării (EBE)*, care pune în evidență *originea* capacității de autofinanțare, corectând acest excedent cu veniturile și cheltuielile care sunt la originea *fluxurilor de trezorerie*.

b) Prin *metoda aditivă*, pornind de la *rezultatul net al exercițiului (Rnet)*, mai simplă și mai rapidă care informează asupra *utilizării* acesteia.

2) *Autofinanțarea (AF)* constituie partea din capacitatea de autofinanțare care rămâne la dispoziția întreprinderii după deducerea dividendelor distribuite:

$$AF = CAF - \text{Dividende distribuite.}$$

Autofinanțarea reprezintă *îmbogățirea* întreprinderii, fiind un mijloc de finanțare din *resurse proprii*, care îi va întări *structura financiară*, măbind fondul de rulment.

Tabel 3 Calculul CAF și AF

Nr. crt.	Elemente de calcul (milioane lei)	Exercițiul financiar		Abateri (± Δ)	Indici (%)
		Precedent	Curent		
I. Metoda fluxurilor					
1.	<i>Excedent brut de exploatare (EBE)</i>	<i>116167</i>	<i>149859</i>	<i>+ 33692</i>	<i>129,0</i>
2.	+ Alte venituri din exploatare	4418	4604	+ 186	104,2
3.	- Alte cheltuieli de exploatare	7577	9410	+ 1833	124,2
4.	+ Venituri financiare	3097	5641	+ 2544	182,1

5.	- Cheltuieli financiare	55309	30960	- 24349	56,0
6.	- Impozitul pe profit	10128	17905	+ 7777	176,8
7.	- Participare salariați la profit	2853	3605	+ 752	126,3
8.	<i>Capacitatea de autofinanțare (CAF)</i>	<i>47815</i>	<i>98224</i>	<i>+50409</i>	<i>205,4</i>
II. Metoda aditivă					
1.	<i>Rezultatul net (Rnet)</i>	<i>40668</i>	<i>51384</i>	<i>+ 10716</i>	<i>126,3</i>
2.	+ Ajustare valori imobilizări	10000	50445	+ 40445	504
3.	- Participare salariați la profit	2853	3605	+ 752	126,3
4.	<i>Capacitatea de autofinanțare (CAF)</i>	<i>47815</i>	<i>98224</i>	<i>+50409</i>	<i>205,4</i>
5.	- Dividende distribuite	14356	18139	+ 3783	126,3
6.	<i>Autofinanțarea (AF)</i>	<i>33459</i>	<i>80085</i>	<i>+ 46626</i>	<i>239,3</i>

Ambele metode de calcul arată creșterea *capacității de autofinanțare*, atât pe seama EBE cât și a rezultatului net. *Autofinanțarea (AF)* a crescut în ritm superior CAF datorită creșterii mai lente a dividendelor distribuite.

Ratele de rentabilitate și evaluarea riscurilor

Rata rentabilității caracterizează *gradul* de rentabilitate, singurul care diferențiază întreprinderi cu același beneficiu dar cu performanțe diferite, ca urmare a unor costuri diferite.

Rata de rentabilitate, inclusă în "bateria" indicatorilor de eficiență, poate fi evaluată prin raportarea unui *rezultat* la costuri, cifră de afaceri, capital investit, capital propriu.

Calculate în mai multe *variante* în funcție de factorii raportului efect-efort, ratele de rentabilitate servesc la efectuarea *comparațiilor* în timp, în spațiu sau cu valori standard acceptate sau elaborate de organisme de specialitate și pot fi exprimate astfel:

- 1) *Rata rentabilității resurselor consumate*: $R_c = (\text{Beneficiu} / \text{Costuri}) \cdot 100 (\%)$;
- 2) *Rata rentabilității veniturilor*: $R_v = (\text{Beneficiu} / \text{Cifra de afaceri}) \cdot 100 (\%)$;
- 3) *Rata marjei brute*: $R_{MB} = (\text{EBE} / \text{Cifra de afaceri}) \cdot 100 (\%)$;
- 4) *Rata rentabilității comerciale* $R_{rc} = (\text{Marja comercială} / \text{Vânzări de mărfuri}) \cdot 100 (\%)$.

Indiferent de obiectivele vizate de utilizatorii diagnosticului financiar, există o bază comună a relației rentabilitate – risc, orice activitate implicând un consum de capital.

Un capital investit va fi cu atât mai *riscat* cu cât *sensibilitatea* rentabilității la modificarea volumului de activitate este mai mare, după cum și *rentabilitatea* așteptată este cu atât mai mare, cu cât *riscul* asumat este mai mare.

Analiza financiară vizează rentabilitatea în ansamblu, prin performanțele *exploatării* cât și *impactul* resurselor de finanțare folosite în raport cu mijloacele, știut fiind că rentabilitatea *exploatării*, însoțită de *riscul de exploatare*, condiționează nivelul *celorlalte* rentabilități și riscurile aferente: financiar, total, de faliment.

Riscul economic, legat de structurarea costurilor de exploatare, depinde de ponderea mai mare sau mai mică a *cheltuielilor fixe* în totalul cheltuielilor.

Riscul financiar decurge din prezența *cheltuielilor financiare* care remunerează capitalurile împrumutate (dobânzile la credite).

Pentru estimarea *riscului de exploatare* și a *riscului financiar*, practica a facerilor utilizează *pragul de rentabilitate*, o metodă de analiză *previzională* pe baza căreia se pot

estrima atât riscul economic cât și riscul financiar.

Riscul economic decurge din fluctuațiile rezultatului exploatării în funcție de poziția față de pragul de rentabilitate și de structura costurilor de exploatare.

Apresiasi și evaluarea riscului economic se poate realiza pe baza coeficientului levierului de exploatare (CLE) denumit *grad de echilibrare a funcționării* întreprinderii:

$$CLE = \frac{\Delta R_{exp} / R_{exp}}{\Delta q / q} = \frac{I_{R_{exp}} - 100}{I_q - 100} = \frac{d R_{exp} / dq}{R_{exp} / q}, \text{ ceea ce factorial înseamnă:}$$

$$CLE = \frac{d [q(p-v) - C_f]}{dq} \times \frac{q}{q(p-v) - C_f} = \frac{q(p-v)}{q(p-v) - C_f} = \frac{M_{cv}}{R_{exp}} = \frac{CA - C_v}{R_{exp}}$$

Rezultă că, pentru un nivel dat al producției, CLE și implicit riscul de exploatare, este cu atât mai mare, cu cât *cheltuielile fixe* sunt mai mari.

Riscul financiar (de capital) privește structura financiară și depinde de modul de finanțare: din capitaluri proprii, nu comportă nici un risc financiar. El apare la finanțarea din surse împrumutate care implică *cheltuielile financiare* și se exprimă prin *coeficientul de levier financiar* (CLF):

$$CLF = \frac{E_{R_{net}} / R_{exp}}{\Delta R_{exp} / R_{exp}} = \frac{I_{R_{net}} - 100}{I_{R_{exp}} - 100} = \frac{d R_{net} / d R_{exp}}{R_{net} / R_{exp}}$$

Veniturile financiare și rezultatul extraordinar nefiind legate de *activitatea curentă*, factorial CLF devine egal cu expresia:

$$CLF = \frac{d}{d R_{exp}} [(R_{exp} - Ch_{fin}) \cdot (1-i)] \times \frac{R_{exp}}{(R_{exp} - Ch_{fin}) \cdot (1-i)} = \frac{R_{exp}}{R_{exp} - Ch_{fin}}$$

Importanța acestui coeficient crește cu mărimea cheltuielilor financiare, rezultatul net condiționînd beneficiul, dividendele pe acțiune și *autofinanțarea* întreprinderii.

De exemplu, în cazul analizat se obțin rezultatele din Tabelul 4:

Tabel 4 Calculul coeficienților de levier economic și financiar

Nr. crt.	Indicatori (milioane lei)	Exercițiul financiar		Abateri ($\pm \Delta$)	Indici (%)
		Precedent	Curent		
1	Cifra de afaceri (CA)	535016	783518	+ 248502	146,5
2	Cheltuieli variabile (Cv)	383562	499481	+115919	130,2
3	Marja costurilor variabile (Mcv)	151454	284037	+132583	187,5
4	Rezultatul din exploatare (Rexp)	103008	94608	- 8400	91,8
5	$CLE = Mcv/Rexp$	1,47	3,00	+ 1,53	204,2
6	Cheltuieli fixe (Cf)	48446	189429	+140983	390,9
7	Cheltuieli financiare (Chfin)	55309	30960	- 24349	55,9
8	$CLF = Rexp/(Rexp - Chfin)$	2,16	1,49	- 0,67	68,5

Din datele tabelului 4 rezultă accentuarea riscului economic, reducerea riscului financiar și creșterea riscului total (economic financiar).

Efectele de levier în previziunile financiare

Noțiunea de risc nu are semnificație decât atunci când se prezintă viitorul și se încearcă *estimarea* fluctuațiilor ratei rentabilității, ceea ce implică evaluarea *efectelor* în

lanț ale coeficienților de levier în *previziunile* privind rezultatele. De exemplu o creștere estimată a cifrei de afaceri (Δr) cu 12 % va avea următoarele *efecte în lanț*:

1) Efectul *levierului de exploatare* (ELE) reprezintă modificarea rezultatului din exploatare (Δr_{Rexp}) sub impactul creșterii Δr a cifrei de afaceri:

$$ELE = CLE \cdot \Delta r_{CA} = 3 \cdot 12 = 36 \%, \text{ iar } R_{exp} = 1,36 \cdot 94608 = 128858 \text{ mil. lei};$$

2) Efectul *levierului financiar* (ELF) constituie modificarea rezultatului net (Δr_{Rnet}), ca urmare a creșterii estimate a rezultatului din exploatare (Δr_{Rexp}):

$$ELF = CLF \cdot \Delta r_{Rexp} = 1,49 \cdot 36 = 53,64 \%, R_{net} = 1,5364 \cdot 63648 = 97789 \text{ mil. lei.}$$

3) Efectul *levierului total* (ELT) constă în modificarea rezultatului net (Δr_{Rnet}) ca efect al creșterii vânzărilor (Δr_{CA}):

$$ELT = CLT \cdot \Delta r_{CA} = 4,47 \cdot 12 = 53,64 \% = \Delta r_{Rnet}, R_{net} = 1,5364 \cdot 63648 = 97789 \text{ mil. lei}$$

Concluzii

Evaluarea performanțelor prin marje și rate de rentabilitate servește la decizia financiară care poate reduce incidența riscului economic și financiar.

Bibliografie

1. Petrescu, Silvia, *Diagnostic economic-financiar*, Ed. Sedcom Libris, Iași 2004.
2. Peyrard, Josette, *Analyse financière*, Vuibert Gestion, Paris, 1993.
3. Teulié, Jacques, *Analyse financière de l'entreprise*, Ed. Cujas, Paris, 1992.