

Ludmila PROFIR

Alexandru Ioan Cuza University of Iasi

ANALYSIS OF FINANCIAL PERFORMANCE BASED ON THE RELATIONSHIP BETWEEN INVESTMENTS AND CASH-FLOW

Case
Study

Keywords

*Financial information,
Financial statement analysis,
Investment,
Cash-flow analysis*

JEL Classification

G19, M41

Abstract

Financial performance is often difficult to achieve by economic entities, especially in the current economic context and successful models of some companies constitute examples of good practice for aspirants. Cash-flow explains investment because it contains information about future flows of cash and because investment is made in pursuit of future income. Therefore, the purpose of this paper is to analyze the relationship between cash-flow, investment and net income. The target population of the study was the companies listed and traded on the Bucharest Stock Exchange during 2012-2016. The results of this empirical study showed that most of the companies listed and traded on BVB that earn profit constantly generate cash-flow and 65% of the companies listed and traded on BVB during the period 2012-2016 show a satisfactory long-term financial balance.

INTRODUCERE

După natura activității și după poziția sa în mediul economic, performanța financiară a unei societăți este mai mult sau mai puțin sensibilă la unul și același eveniment: modificarea ratei dobânzii, recesiune sau avânt economic, modificarea condițiilor pe piețele externe, necesitatea de investiții datorată noilor tehnologii etc. Chiar dacă investitorii sunt interesați de rezultatul contabil, acesta nu este singurul indicator care arată performanța societății, alături de profit fiind utilizați și alți indicatori: valoarea adăugată economică, valoarea adăugată a acționarilor și fluxurile de numerar (cash-flow). Fluxurile de numerar ale unei societăți sunt în strânsă legătură cu șocurilor sale de productivitate și pot conține informații despre oportunitățile sale de investiții (Hennessy și Whited, 2007).

Riddick și Whited (2009) arată că tendința de a investi este mai mare decât tendința de a economisi atunci când fluxul de numerar este mai previzibil, iar societățile cu venituri mai previzibile sunt mai predispuse să investească prin transformarea activelor cu lichiditate ridicată în active imobilizate productive.

Estimarea fluxului de numerar este un pas necesar pentru evaluarea deciziilor de investiții de orice fel (Kumar, 2016), iar echilibrul financiar al unei societăți presupune, printre altele, și asigurarea finanțării activelor cu durata de viață mai mare de un an din resurse cu scadența peste un an și finanțarea activelor cu durata de viață mai mică de un an din resurse cu scadența sub un an. Se cere, astfel, realizarea echilibrului fondului de rulment financiar (FRF), adică a echilibrului dintre capitalurile permanente și necesarul permanent:

$$\text{FRF} = \text{Capitaluri permanente (Capitaluri proprii + Datorii pe termen lung) + Provizioane pentru riscuri și cheltuieli} - \text{Necesar permanent (Active imobilizate nete)} \quad (1)$$

Valoarea fondului de rulment financiar rămas din capitalurile permanente după finanțarea imobilizărilor servește la finanțarea activelor cu grad de lichiditate crescut și este constituită din resurse de capital cu grad de exigibilitate slab. Marja de securitate a unei societăți este cu atât mai mare cu cât crește nivelul fondului de rulment financiar (Petrescu, 2004).

Analiza fondului de rulment financiar trebuie corelată cu evaluarea unui alt agregat al situațiilor financiare – necesarul de fond de rulment (NFR). Acest indicator desemnează nevoile financiare generate de activitatea curentă a societății ce presupune executarea unor operațiuni repetitive – achiziții de materii prime și materiale, prestări de servicii, vânzări de produse finite și mărfuri, plata salariilor. Nevoile de finanțare ale ciclului de

exploatare sunt acoperite din fonduri cu exigibilitate scăzută, dar și din surplusul de fond de rulment rămas după finanțarea imobilizărilor:

$$\text{NFR} = \text{Necesități ciclice (Active circulante + Cheltuieli în avans - Casa și conturi la bănci) - Resurse ciclice (Datorii pe termen scurt + Venituri în avans)} \quad (2)$$

Creșterea necesarului de fond de rulment poate desemna o situație de accelerare a încasărilor și de relaxare a plăților, situație care creează un decalaj favorabil societății între durata de recuperare a creanțelor și termenul de plată către furnizori.

Pornind de la relația care trebuie să existe între necesitățile ciclice și resursele ciclice ale unei societăți, necesarul de fond de rulment poate fi interpretat ca un indicator de echilibru financiar prin analiza semnului. Un necesar de fond de rulment pozitiv arată un surplus de necesar al ciclului de exploatare față de resursele temporare ce pot fi mobilizate - o situație financiară normală dacă acest surplus este consecința unor investiții necesare extinderii activității de exploatare sau o situație nefavorabilă datorată încasărilor întârziate a creanțelor și plata accelerată a datoriilor către furnizori. Pe de altă parte, un necesar de fond de rulment negativ reflectă un surplus de resurse temporare față de necesitățile ciclului de exploatare – situație favorabilă dacă este consecința accelerării rotației stocurilor și a încasărilor și relaxarea plăților.

Confruntarea fondului de rulment financiar cu necesarul de fond de rulment determină trezoreria netă (TN):

$$\text{TN} = \text{FRF} - \text{NFR} \quad (3)$$

Acest indicator rezultă atât din operațiuni care implică capitalurile permanente și activul imobilizat, dar și operațiuni care implică activele circulante și datoriile pe termen scurt. Creșterea trezoreriei nete se poate realiza prin creșterea fondului de rulment financiar și prin scăderea necesarului de fond de rulment, adică prin sporirea casei și a disponibilului în bănci și reducerea liniilor de credite pe termen scurt.

Trezoreria netă este pozitivă când fondul de rulment financiar este superior necesarului de fond de rulment și reflectă un echilibru financiar pe termen lung, respectiv disponibilitățile sunt mai mari decât creditele de trezorerie, acest aspect reflectând un echilibru financiar pe termen scurt.

Cercetările privind finanțarea eficientă a societăților arată că există o corelație mai puternică între investiții și fluxurile de numerar pentru subeșanționele considerate mai susceptibile de a se confrunța cu constrângeri financiare. Această constatare a fost deseori menționată ca dovadă a imperfecțiunilor semnificative ale pieței de capital (Chanbora și Guiying, 2018).

IPOTEZELE DE CERCETARE

Cercetarea privind analiza performanței financiare din perspectiva relației investiții-cash-flow-profit net pornește de la ipoteza că majoritatea societăților listate și tranzacționate la BVB care obțin profit generează constant și fluxuri de numerar, dar nu sunt performante din punct de vedere al echilibrului financiar privind finanțarea activității.

Obiectivul principal al acestui demers de cercetare îl reprezintă determinarea structurii societăților listate și tranzacționate la BVB din perspectiva realizării echilibrului financiar privind finanțarea activității.

Obiectivele secundare, în legătură cu obiectivul principal, sunt:

- măsurarea și analiza fondului de rulment financiar;
- măsurarea și analiza necesarului de fond de rulment financiar;
- măsurarea și analiza trezoreriei nete;
- identificarea posibilor factorilor de influență privind valoarea trezoreriei nete;
- corelarea fluxului de numerar cu rezultatul net.

CULEGEREA DATELOR

Având în vedere criteriile de performanță pe care companiile trebuie să le îndeplinească pentru listarea și menținerea pe piața reglementată, am considerat că societățile listate și tranzacționate la BVB pot constitui sursa de date necesară acestei cercetări. Datele culese pentru analiză au fost informațiile furnizate de situațiile financiare individuale a 47 de societăți românești emitente de titluri de capital atât la categoria premium, cât și la categoria standard, și aparținând unor sectoare de activitate diferite. Situațiile financiare publicate conform normelor de raportare pe care trebuie să le respecte entitățile cotate se regăsesc pe site-urile fiecărei societăți în secțiunea dedicată investitorilor, dar și pe site-ul BVB.

ANALIZA DATELOR ȘI PREZENTAREA REZULTATELOR

Fondul de rulment financiar a fost analizat ca diferență între capitalurile permanente și necesarul permanent, gruparea societăților în funcție de valorile obținute fiind prezentată în figura 1.

Din analiza fondului de rulment financiar al societăților listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 se poate observa că, în medie, una din patru societăți prezintă anual dezechilibru financiar privind acoperirea activelor imobilizate din capitaluri permanente. Partea neacoperită este finanțată din resurse cu exigibilitate imediată (casa, disponibil în conturile bancare, linii de credit pe

termen scurt) ceea ce duce la o nesiguranță financiară a acestor societăți.

Necesarul de fond de rulment a fost analizat ca diferență între necesitățile și resursele ciclice, gruparea societăților în funcție de valorile obținute fiind prezentată în figura 2. Din analiza necesarului de fond de rulment financiar se poate observa că mai mult de jumătate dintre societățile listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 prezintă un surplus de resurse temporare față de capitalurile circulante, necesitățile temporare fiind mai mici decât resursele temporare ce pot fi mobilizate. Acest lucru se poate datora accelerării rotației activelor circulante, a încasărilor de creanțe la termen mic și plata furnizorilor la un termen de plată mai mare.

Trezoreria netă a fost analizată ca diferență între fond de rulment financiar și necesarul de fond de rulment, gruparea societăților în funcție de valorile obținute fiind prezentată în figura 3. Analiza trezoreriei nete arată că circa 65% dintre societățile listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 prezintă echilibru financiar pe termen lung satisfăcător, cu un fond de rulment financiar mai mare decât necesarul de fond de rulment, aspect ce se datorează unor degajări de disponibilități care pot ascunde o subutilizare de capitaluri. Alte 8% dintre societățile analizate prezintă un excedent de resurse din activitatea de exploatare care se adaugă excedentului de resurse permanente, pentru a degaja un surplus de lichidități. Și în acest caz putem suspecta o subutilizare de capitaluri. Atunci când resursele din exploatare acoperă un excedent crescut de lichidități și numai o parte a activului imobilizat, indicatorul trezoreriei nete este pozitiv (22% dintre societățile analizate). În perioada 2012-2014, 5% dintre societățile listate și tranzacționate la BVB prezintă trezorerie netă negativă, necesarul de fond de rulment este finanțat atât din capitalurile permanente, cât și din linii de credit. În următorii doi ani, putem presupune că s-a reconsiderat structura de finanțare, deoarece nicio societate nu mai prezintă trezorerie netă negativă. Pentru analiza relației profit-cash flow, am determinat cash-flow-ul pentru fiecare perioadă t1-t0 (unde t1 și t0 sunt doi ani consecutivi din intervalul 2012-2016), definit ca variație a trezoreriei nete (ΔTN):

$$\Delta TN = TN_1 - TN_0 \quad (4)$$

În cazul societăților listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016, au fost identificate patru grupe de societăți în funcție de rezultatul net și capacitatea societății de a genera cash-flow. Rezultatele au fost sintetizate în figura 4.

Analiza relației profit-cash-flow arată că în medie 48% dintre societățile listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 reușesc să obțină un rezultat net pozitiv, în condițiile unei variații

pozitive a trezoreriei, confirmând astfel îndeplinirea celor mai înalte standarde de performanță. La sfârșitul anului 2016 creșterea economică se reflectă în această analiză, 66% dintre societăți au reușit să obțină profit și să degaje flux de trezorerie, rezultat pe care preconizăm ca îl vor obține și la sfârșitul anului 2017 în condițiile de piață favorabile.

CONCLUZII

Pe baza analizei efectuate, putem valida ipoteza că majoritatea societăților listate și tranzacționate la BVB care obțin profit generează constant flux de numerar. Îndeplinirea obiectivelor propuse ne permit să concluzionăm că circa 65% dintre societățile listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 prezintă echilibru financiar pe termen lung satisfăcător, cu un fond de rulment financiar mai mare decât necesarul de fond de rulment, aspect ce se datorează unor degajări de disponibilități care pot ascunde o subutilizare de capitaluri.

Creșterea fondului de rulment financiar poate fi determinată de emisia de noi titluri de capital, contractarea de credite pe termen lung, vânzări de titluri, dezinvestire sau cesiuni de imobilizări. Pe de altă parte, investițiile în imobilizări noi, rambursările împrumuturilor pe termen mai mare de un an, rambursările împrumuturilor din obligațiuni cauzează reducerea fondului de rulment financiar.

Din analiza necesarului de fond de rulment financiar se poate observa că mai mult de jumătate

dintre societăților listate și tranzacționate la BVB în perioada 2012-2016 prezintă un surplus de resurse temporare față de capitalurile circulante, necesitățile temporare fiind mai mici decât resursele temporare ce pot fi mobilizate. Acest lucru se poate datora accelerării rotației activelor circulante, a încasărilor de creanțe la termen mic și plata furnizorilor la un termen de plată mai mare.

În cercetări viitoare propunem analiza relației investiții-cash-flow diferențiată pe tipuri de investiții, fizice sau intangibile, deoarece asistăm la o dezvoltare a economiei în care activele intangibile devin o componentă importantă a producției și a prestărilor de servicii.

BIBLIOGRAFIE

- [1] Chanbora, E., Guiying, L.. (2018). Investment-cash flow sensitivities and capital misallocation. *Journal of Development Economics*, 220-230.
- [2] Hennessy, C.A., Whited, T.M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 62, 1705-1745.
- [3] Kumar, R. (2016). *Valuation. Theories and Concepts*. San Diego: Academic Press.
- [4] Petrescu, S. (2004). *Diagnostic economic-financiar: metodologie. Studii de caz*. Iași: Sedcom Libris.
- [5] Riddick, L., Whited, T. (2009). The corporate propensity to save. *The Journal of Finance*, 64, 1729-1765

ANEXE

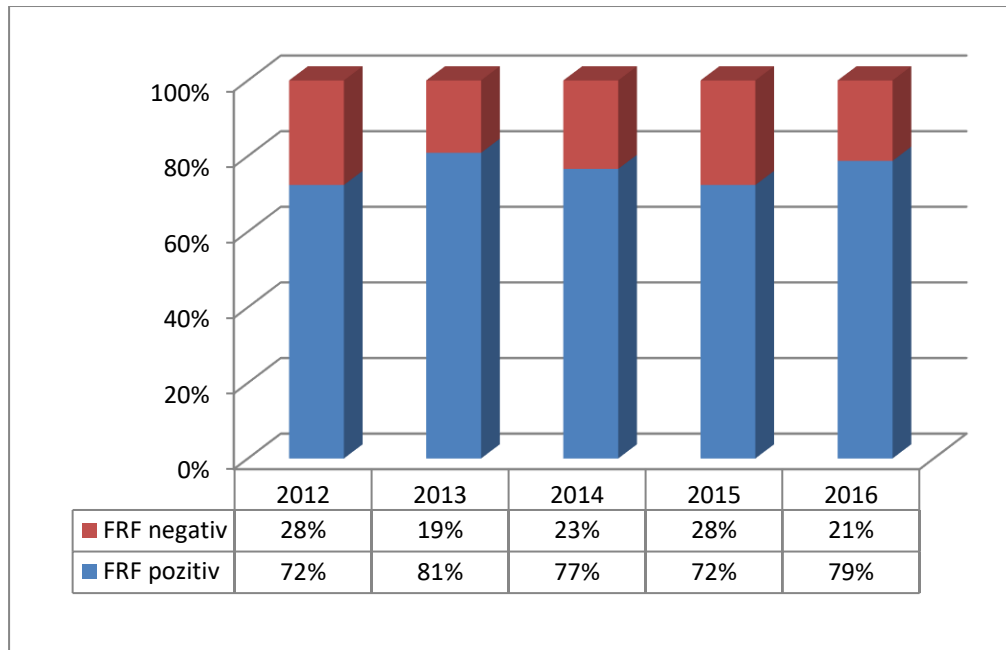


Figura 1: Reprezentare grafică a ponderilor societăților în funcție de fondul de rulment
 Sursa: prelucrare autor, după informațiile din situațiile financiare anuale, perioada 2012-2016, ale societăților listate și tranzacționate la BVB, disponibile pe www.bvb.ro

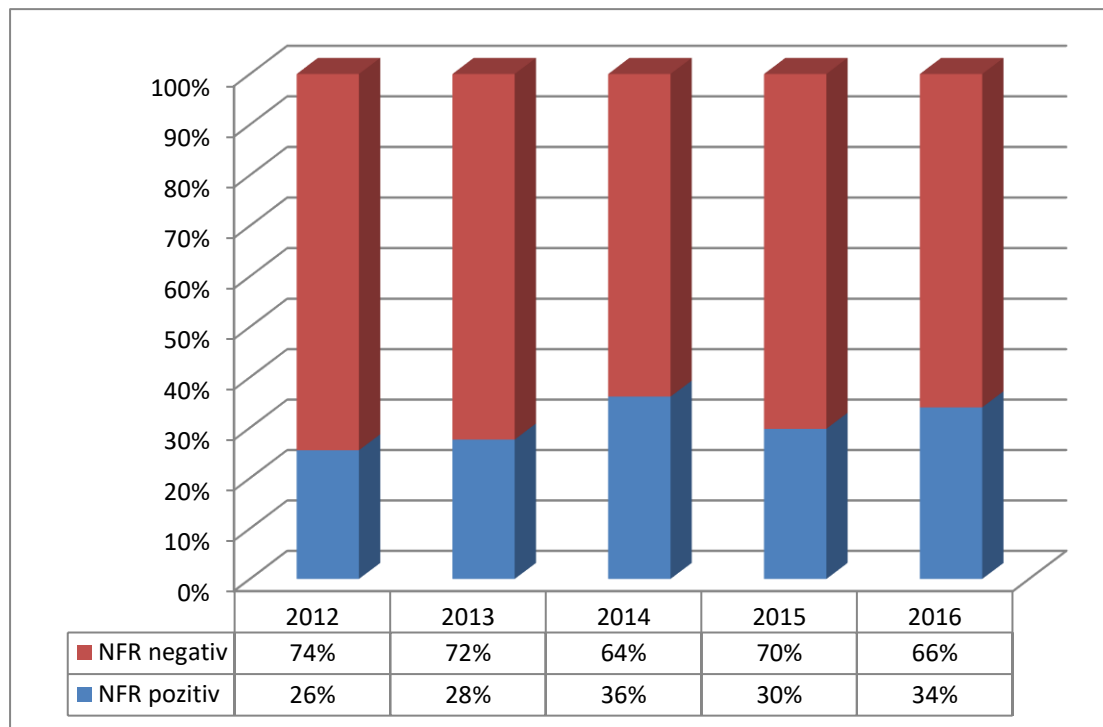


Figura 2: Reprezentare grafică a ponderilor societăților în funcție de necesarul de fond de rulment
 Sursa: prelucrare autor, după informațiile din situațiile financiare anuale, perioada 2012-2016, ale societăților listate și tranzacționate la BVB, disponibile pe www.bvb.ro

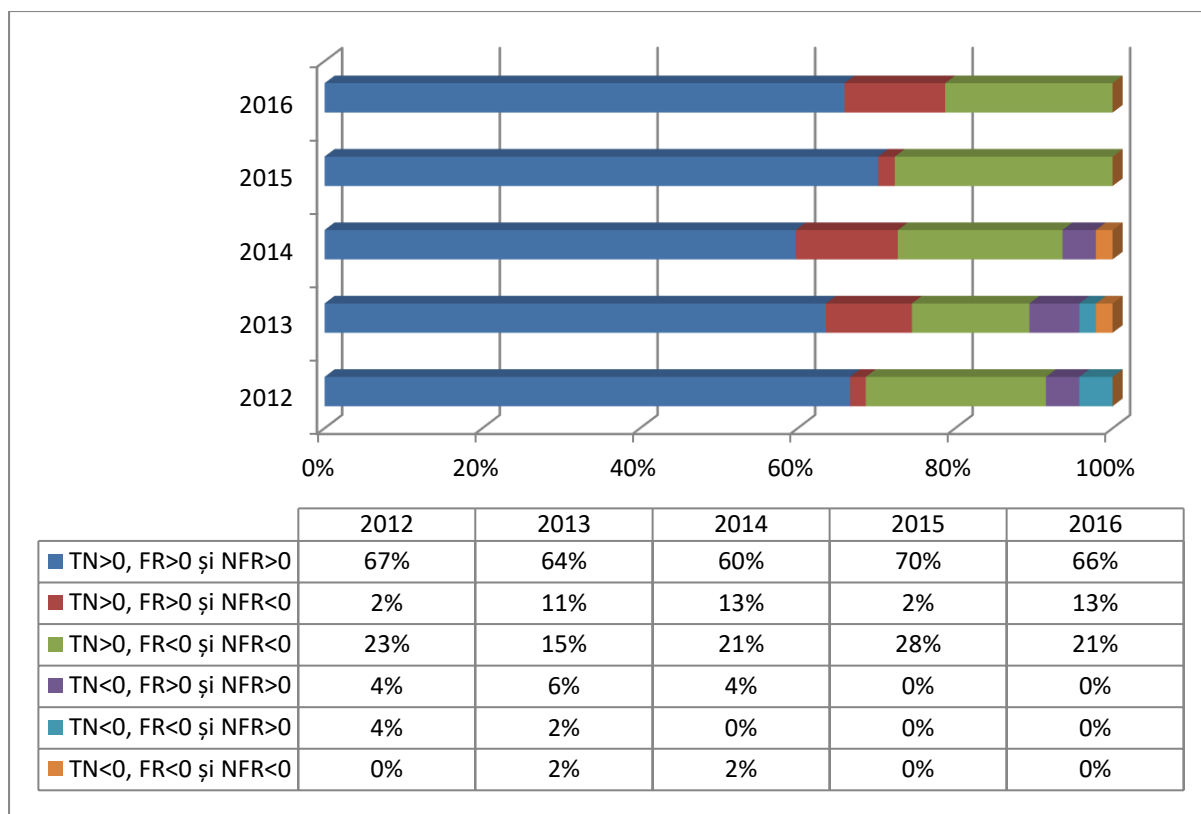


Figura 3: Reprezentare grafică a ponderilor societăților în funcție de trezoreria netă, fondul de rulment și necesarul de fond de rulment

Sursa: prelucrare autor, după informațiile din situațiile financiare anuale, perioada 2012-2016, ale societăților listate și tranzacționate la BVB, disponibile pe www.bvb.ro

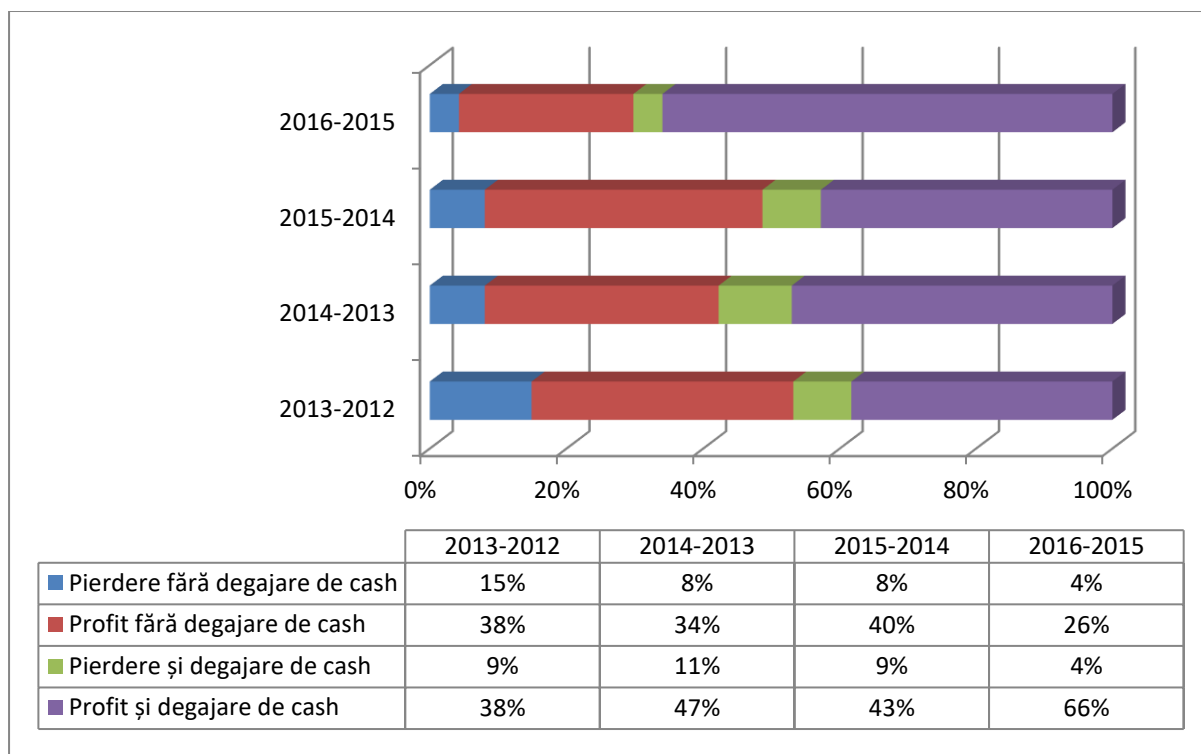


Figura 4: Reprezentare grafică a ponderilor societăților în funcție de rezultat și trezorerie netă

Sursa: prelucrare autor, după informațiile din situațiile financiare anuale, perioada 2012-2016, ale societăților listate și tranzacționate la BVB, disponibile pe www.bvb.ro