

EVALUAREA ÎNTREPRINDERILOR COTATE

*Conf. univ.dr. NECULINA CHEBAC,
Universitatea „Danubius” din Galați*

*Lect. univ.dr. MIHAELA CRISTINA ONICA IBINCEANU
Universitatea „Dunărea de Jos” din Galați*

Abstract. An important evolution in national accountancy has been dominated by the normalization accounting concept for creating standards, directives and account organization assignation, on plan account and rules regarding pacification, accounts and calculation of cost elaborated by the Ministry of Finances for economy branch.

Atingerea obiectivului major al firmei, maximizarea valorii globale, nu poate fi realizată decât prin crearea de valoare la nivelul întregii firme. Performanța globală se definește în funcție de capacitatea firmei de a crea valoare tuturor deținătorilor săi de interese, adică acționari, creditori, salariați, furnizori, comunitatea locală etc.

Desigur, au întâietate acționarii companiei care sunt de altfel proprietarii acesteia. Managerii numiți de aceștia trebuie să urmărească permanent îndeplinirea acestui obiectiv prin crearea permanentă de valoare.

Indicatorii financiari tradiționali reflectă performanța istorică a companiilor, având o relevanță limitată în previzionarea evoluției viitoare a acestora. Profitul contabil oferă informații privind capacitatea firmei de a controla cheltuielile și de a obține venituri superioare cheltuielilor. De asemenea, ratele de rentabilitate care conferă comparabilitate în timp și spațiu sunt utile în aprecierea eficienței utilizării capitalurilor sau activelor firmei, dar conținutul lor informațional este limitat la nivelul rezultatelor istorice.

Cursul bursier încorporează nu numai informațiile privind performanțele financiare trecute ale întreprinderii, dar mai ales așteptările investitorilor privind rezultatele viitoare. În plus, nici un indicator financiar clasic nu ia în considerare costul capitalului investit în afacere, ci doar efectele utilizării lor. Din acest motiv, există companii care deși aparent au performanțe financiare superioare, activitățile lor nu generează valoare, ci dimpotrivă conduc la pierderea permanentă de valoare.

Indicatorii financiari moderni se bazează pe conceptul de creare de valoare, având o relevanță puternică privind exprimarea performanței financiare reale. Maximizarea valorii acestor indicatori conduce la crearea de valoare, deci la majorarea valorii globale a firmei. Principalii indicatori moderni de măsurare a performanțelor firmelor, promovați de autorii lor, respectiv de diverse cabinete de consultanță renumite, sunt următorii:

1. **Valoarea de piață adăugată** (market value added-MVA), promovată de cabinetul de consultanță Stern Steward);
2. **Supracâștigurile (excess return);**
3. **Valoarea economică adăugată** (economic value added-EVA), promovată de cabinetul de consultanță Stern Steward);
4. **Rata de rentabilitate a capitalului investit** (return on Capital Investited-ROCI sau ROCE), promovată de LEK/Alcar;
5. **Rata de rentabilitate a fluxurilor de numerar** (cash Flow Return on Investment-CFROI), promovată de Holt Value Associates din Chicago);
6. **Randamentul total al afacerii** (total Business Return-TBR), promovat de Boston Consulting Group's;

7. **Randamentul acțiunilor** (total Shareholder Return);

În literatura de specialitate, sunt menționați și alți indicatori moderni de măsurare a performanțelor, mai puțin cunoscuți sau similari celor menționați anterior, cum ar fi profitul economic (în engl. Economic Profit, valoarea adăugată a acționarilor (în engl. Shareholder Value Added) etc.

Toți acești indicatori se bazează pe conceptul de creare de valoare, ceea ce le conferă o relevanță superioară celei a indicatorilor financiari clasici. Considerăm utilă prezentarea metodologiei de calcul, a avantajelor și limitelor principalilor indicatori moderni în aprecierea performanțelor reale ale emitenților. Impactului măsurării și urmării evoluției lor de către manageri asupra modificării valorii de piață a firmelor cotate va fi analizat cu ocazia prezentării abordărilor moderne de evaluare a firmelor cotate în cadrul capitolului următor.

Specialiștii în domeniu consideră acești indicatori drept criterii eficiente de stabilire și remunerare a rezultatelor echipei manageriale, respectiv ca pârghie de îmbunătățire a guvernancei corporative a întreprinderilor cotate.

Valoarea de piață adăugată (MVA) reprezintă diferența dintre valoarea de piață a unei întreprinderi (suma capitalului propriu și a datoriilor) și capitalul investit al acesteia, conform formulei:

$$\text{MVA} = \text{Valoarea de piață} - \text{Capitalul investit}$$

Valoarea de piață a întreprinderii include valoarea de piață a tuturor capitalurilor acesteia, respectiv valoarea de piață a capitalului propriu și valoarea de piață a datoriilor. Capitalul investit prezintă capitalul investit de furnizorii de capital ai firmei.

Se consideră că societatea creează valoare atunci când indicatorul MVA este pozitiv, respectiv valoarea de piață a capitalului, care depinde de așteptările investitorilor privind fluxurile viitoare de lichidități, depășește capitalul investit în afacere. Dimpotrivă, valoarea negativă a MVA demonstrează că previziunile privind capacitatea managementului de a utiliza eficient capitalul sunt nefavorabile, deci valoarea de piață asociată firmei este inferioară capitalului investit.

Maximizarea MVA este generată de creșterea valorii firmei. Există totuși cazuri când maximizarea MVA conduce la reducerea valorii firmei, ca urmare a unor proiecte de investiții ineficiente cu o rată internă de rentabilitate inferioară (RIR) costului capitalului, sau o valoare netă prezentă (NPV) negativă. De asemenea, majorarea vânzărilor prin extinderea rețelelor de distribuție, promovarea corespunzătoare a produselor, îmbunătățirea calității produselor sau extinderea cotei de piață, nu reprezintă întotdeauna o modalitate sigură de creștere a valorii firmei. Deci MVA se majorează doar dacă capitalul suplimentar investit generează o rentabilitate mai mare decât costul actual al capitalului.

Luând în considerare cele menționate anterior, acest indicator nu surprinde costul capitalului investit în companie, ci doar capitalul investit în integralitatea sa. Alt dezavantaj al acestui indicator este că nu ține cont de politica de dividend a firmelor, atât din punct de vedere al acordării sau neacordării de dividende, cât și al nivelului acestora.

Fără îndoială că o firmă care distribuie dividende semnificative acționarilor are o capacitate mai mare de a genera valoare decât una similară din punct de vedere al MVA obținut, dar care nu a acordat niciodată dividende.

Supracâștigurile (Excess return) reprezintă un indicator cu valoare informațională superioară MVA, deoarece ia în considerare costul capitalului la începutul perioadei de calcul, precum și sumele distribuite către acționari sub formă de dividende, răscumpărări de acțiuni etc. Supracâștigurile reprezintă diferența dintre câștigurile actuale (la momentul N) și câștigurile previzionate de acționari:

$$\text{Supracâștigurile} = \text{Câștigurile actuale} - \text{Câștigurile estimate}$$

Câștigurile previzionate sunt echivalente cu valoarea actualizată a capitalului investit inițial, iar câștigurile actuale se determină pe baza capitalizării bursiere actuale și a valorii actualizate a dividendelor istorice, în funcție de rata de rentabilitate estimată de investitori. Dividendele includ toate plățile către acționari, respectiv dividendele propriu-zise, răscumpărările de acțiuni etc.

Deoarece supracâștigurile se calculează în funcție de valoarea de piață a capitalului propriu, rezultă că acest indicator este util doar pentru aprecierea performanței firmelor cotate.

De asemenea, se pretează doar pentru exprimarea performanței din perspectiva maximizării averii acționarilor, și nu este relevant pentru evaluarea și motivarea managerilor. Indicatorul supracâștiguri determină surplusul de valoare creat de manageri peste așteptările investitorilor, dar nu se poate aplica la nivelul structurilor organizatorice ale companiilor.

Similar indicatorului MV A, supracâștigurile se pot calcula doar la nivelul întregii companii. În ciuda limitelor sale, totuși există o relație directă între valoarea firmei și supracâștigurile obținute. Astfel, întreprinderile competitive cu un management eficient, care generează profituri mari și implicit dividende consistente prin valorificarea avantajului lor competițional, sunt apreciate de investitorii actuali și potențiali, și deci creează valoare acționarilor. Firmele cu supracâștiguri pozitive înregistrează, de regulă, creșteri semnificative ale prețului acțiunilor lor.

Conținutul informațional al indicatorilor MVA și supracâștiguri este totuși limitat din cauza intervalului relativ lung pentru care se recomandă calcularea lor. Acești indicatori nu prezintă utilitate în exprimarea performanței firmelor pe perioade mai scurte de timp, de exemplu luni sau trimestre.

Valoarea economică adăugată (EVA)

EVA constituie un indicator de măsurare a performanței întreprinderii promovat de cabinetul de consultanță Stern Steward. Valoarea economică adăugată reprezintă diferența dintre rezultatul din exploatare (Rexpl.) și cheltuielile aferente capitalului investit, conform formulei:

$$\mathbf{EVA = Rexpl - Cheltuieli\ aferente\ capitalului\ investit = Rexpl - C_i * K_c}$$

Cheltuielile aferente capitalului investit = $C_i * K_c$, unde:

C_i = capitalul total investit în întreprindere

K_c = costul capitalului total investit (costul mediu ponderat al capitalului propriu și împrumutat)

Acest indicator este relativ simplu de calculat dacă se cunoaște rezultatul operațional, capitalul investit și costul mediu ponderat al capitalului. Spre deosebire de indicatorii MVA și supracâștigurile, EVA se poate determina atât la nivelul global al întreprinderii, cât și la nivelul diverselor subdiviziuni organizatorice, linii de producție, indiferent dacă societatea respectivă este sau nu cotate pe piața de capital. În plus, EVA permite calcularea performanței întreprinderii pe perioade mai scurte de un an deoarece se exprimă în funcție de rezultatul contabil din exploatare. Comparativ cu profitul contabil, valoarea economică adăugată, denumită generic și „profit economic”, are o valoare informațională superioară deoarece ia în considerare nu numai câștigurile generate de utilizarea capitalului firmei, respectiv profitul contabil, dar și costul asociat acestui capital.

Se constata relevanța EVA în cuantificarea capacității firmei de a crea valoare pentru furnizorii de capital, costul capitalului fiind măsura rentabilității medii așteptate de investitori în condiții similare de risc.

Ceea ce contează pentru proprietarii de capital și pentru investitorii potențiali, este nu obținerea de EVA pozitiv pe perioade scurte sau anual, ci menținerea constantă sau chiar creșterea valorii profitului economic.

Valoarea firmei va crește doar dacă nivelul EVA realizat de companie pe o anumită perioadă de timp depășește așteptările investitorilor privind nivelul acestui indicator. Se poate afirma că există o relație directă puternică între valoarea firmei și profiturile economice realizate de aceasta. Așa cum am precizat anterior, implicațiile utilizării EVA asupra valorii firmei vor fi detaliate ulterior în acest capitol cu ocazia prezentării abordărilor moderne în evaluarea întreprinderilor.

Luând în considerare formulele indicatorilor EVA, MVA și supracâștiguri, se observă că există o corelație între cei trei indicatori de măsurare a performanței firmei. MVA este echivalentul valorii actualizate a EVA viitoare, iar supracâștigurile sunt egale cu valoarea actualizată a creșterilor de EVA viitoare, la care se adaugă valoarea actualizată a altor creșteri ale distribuțiilor către acționari. Astfel, când managerii firmelor realizează investiții sau adoptă decizii de majorare a EVA, rezultatul va fi o creștere simultană a MVA și a supracâștigurilor. Totuși, conținutul informațional limitat al MVA la perioade scurte de măsurare și realizare, precum și neluarea în considerare a costului capitalului, permite doar compararea nivelului celor 3 indicatori la un anumit moment, nu pe o anumită perioadă de timp.

Deși teoretic, EVA este egală cu diferența dintre rezultatul din exploatare și cheltuielile aferente capitalului investit, totuși în practică calcularea EVA necesită anumite ajustări contabile ale rezultatului operațional.

Aceste ajustări contabile conduc în final la echivalența relativă a EVA viitoare cu cash-flow-urile viitoare generate de activitatea firmei. Astfel, în anumite condiții, valoarea firmei estimată pe baza metodei DCF va fi egală cu valoarea actualizată a EVA viitoare.

Totuși abordările pe bază de cash-flow au un avantaj important comparativ cu EVA, respectiv rolul de estimatori ai surselor și destinațiilor viitoare ale fluxurilor de lichidități pe baza bugetelor. Dacă se ia în considerare eficiența utilizării capitalului investit, care este echivalent cu activele nete din partea de activ a bilanțului, EVA se poate exprima în funcție de rentabilitatea activelor nete cu ajutorul următoarei formule:

$$EVA = (R_{An} - K) * C_i, \text{ unde:}$$

R_{An} = rentabilitatea activelor nete;

K = costul mediu ponderat al capitalului total al firmei;

C_i = capitalul investit

Altfel spus, o companie realizează EVA pozitiv doar atunci când rentabilitatea activelor sale depășește costul capitalului, iar când costul capitalului sau rentabilitatea așteptată de acționari devansează eficiența utilizării activelor nete, întreprinderea obține EVA negativ sau diminuează valoarea firmei.

Luând în considerare factorii care influențează nivelul EVA, rezultă că firmele pot crea valoare acționând asupra următoarelor pârghii:

- Majorarea rentabilității capitalului existent, dacă eficiența utilizării activelor nete crește concomitent cu menținerea constantă a costului capitalului investit, profitul economic se va majora;
- Creșterea profitabilă ulterioară, care se poate atinge printr-o rentabilitate superioară costului capitalului, chiar în condițiile unor proiecte de investiții cu o rentabilitate internă inferioară costului mediu al capitalului;
- Restructurarea activității, respectiv eliminarea sau diminuarea activităților cu o rentabilitate mai mică decât costul capitalului, cu condiția depășirii efectelor nefavorabile ale diminuării nivelului capitalului investit, de către efectele favorabile ale decalajului dintre rentabilitate și costul capitalului;
- Reducerea costului capitalului, prin diminuarea costului capitalului propriu al acționarilor și a costului capitalului împrumutat, precum și îmbunătățirea structurii de finanțare a întreprinderii în favoarea capitalului propriu.

Formula anterioară permite comparația dintre cei doi indicatori, EVA și rentabilitatea activelor ca indicator financiar tradițional. Rentabilitatea activelor este un indicator financiar important care surprinde capacitatea firmei de a realiza profit prin utilizarea eficientă a activelor finanțate pe seama capitalului propriu și a altor surse, dar nu poate fi utilizat izolat ca măsură a performanței globale a companiei.

Utilizarea exclusivă a ratei rentabilității activelor ca expresie a performanței firmei, ar conduce la desfășurarea unor activități rentabile din punct de vedere al eficienței utilizării capitalului, dar ineficiente din punct de vedere al costului de procurare al capitalului utilizat pentru derularea acestora.

În prezent, această situație reflectă un risc major pentru companiile cotate japoneze. Dacă managementul acestora, sub presiunea extinderii rolului piețelor de capital, ar urmări ca indicatori de performanță doar rentabilitatea activelor sau rentabilitatea financiară (care este inferioară costului capitalului), s-ar putea ajunge la realizarea de investiții cu o rentabilitate inferioară costului de capital, deci la degradarea valorii firmelor.

Deși nu există studii privind estimarea costului capitalului firmelor românești, considerăm că multe dintre firmele românești cotate se află într-o situație similară firmelor japoneze, ca urmare a neutilizării indicatorilor moderni de măsurare a performanțelor, precum EVA, sau cel puțin a luării în considerare a costului capitalului la selectarea proiectelor lor de investiții sau la menținerea

activității curente la un anumit nivel de eficiență. Astfel, în calculul EVA nu se ia în considerare rezultatul din exploatare contabil, ci un rezultat operațional ajustat.

Principalele ajustări contabile care se fac în acest caz se referă la includerea veniturilor din dobânzi, capitalizarea cheltuielilor cu cercetarea și dezvoltarea etc. Toate aceste prelucrări contabile preliminare conduc la valori diferite ale EVA, iar inexistența unei metodologii de ajustare, îngreunează calculul EVA și comparabilitatea între rezultatele firmelor din diverse surse informaționale.

Companiile americane cu supracâștiguri mari au de asemenea valori ale MVA ridicate, ceea ce confirmă existența unei puternice corelații de 0.9 dintre cei doi indicatori. Rezultate similare se constată la nivelul firmelor engleze, franceze sau germane, însă cu legături directe mai slabe între cei doi indicatori ca urmare a unor companii, precum Daimler Chrysler, care combină un MVA ridicat cu supracâștiguri negative mari.

Rata de rentabilitate a fluxurilor de numerar (CFROI)

Indicatorul **CFROI** reprezintă rata internă de rentabilitate a fluxurilor de numerar generate de activitatea întreprinderii, fiind considerat principalul "concurrent" al EVA pe plan internațional. Jurnaliștii din domeniul economic consideră disputa dintre adepții celor doi indicatori moderni de apreciere a performanței, drept "războiul indicatorilor". Superioritatea CFROI este generată în special de faptul că se determină pe baza cash-flow-urilor viitoare, include ajustarea la inflație și este o mărime relativă care permite comparabilitatea rezultatelor unei firme pe perioade diferite de timp, între firme diferite etc. Totuși, CFROI se calculează pe baza fluxurilor de numerar istorice și nu estimate.

CFROI se determină în același mod ca și rata rentabilității interne a investițiilor (RIR), luând în considerare patru variabile:

- *Capitalul brut investit* în activele existente; valoarea capitalului brut investit se determină ajustând valoarea brută a activelor imobilizate și a activelor circulante nete cu deprecierea datorată inflației aferentă activelor, precum și cu deprecierea datorată metodei FIFO de evaluare a stocurilor;
- *Fluxul de numerar brut*, care se calculează prin ajustarea profitului net cu amortizarea activelor corporale, cheltuielile cu dobânzile, costul de restructurare etc., precum și cu deprecierea sau aprecierea datorată inflației;
- *Durata de viață economică* a activelor existente, estimarea acesteia se face pe baza valorii brute a activelor depreciabile și a cheltuielilor cu amortizarea;
- *Valoarea reziduală a activelor* existente la finalul duratei economice de viață.

După determinarea variabilelor amintite anterior, se poate calcula CFROI, ca fiind aceea rată de rentabilitate internă care face ca valoarea actualizată a fluxurilor de numerar brute și a valorii reziduale să fie egale cu valoarea capitalului brut investit.

Datorită ajustărilor la inflație efectuate asupra capitalului brut investit și a fluxului de numerar brut, CFROI reprezintă o rată de rentabilitate reală, și nu una nominală. Totuși metodologia de calcul este complicată, calculul acestui indicator necesită efectuarea unor ajustări contabile, relativ ușor de înțeles pentru economiști, dar dificile pentru managerii diferitelor structuri organizatorice ale companiilor.

Deși se folosește frecvent ca indicator de apreciere a performanțelor firmelor ca urmare a relevanței sale informaționale deosebite, cea mai utilizată aplicație practică a acestui indicator este metoda cash-flow de evaluare pe baza CFROI, cu ajutorul căreia se poate estima valoarea globală a companiei.

Conform acestei metode, valoarea firmei este influențată de fluxurile nete actuale de numerar, precum și de încasările generate de noile investiții utilizate la o rată de rentabilitate echivalentă cu CFROI viitor estimat. Ca și în cazul EVA, vom acorda o atenție deosebită acestei metode de evaluare a întreprinderii ulterior în cadrul acestui capitol cu ocazia prezentării abordărilor moderne de evaluare a întreprinderii.

Randamentul total al afacerii (TBR)

Acest indicator se calculează printr-o metodologie similară CFROI dar pe baza fluxurilor de numerar viitoare estimate, nu istorice. Se are în vedere determinarea capitalului brut investit inițial, cash-flow-urile brute viitoare estimate și valoarea reziduală a activelor existente.

TBR conține ajustările la inflație generate de deprecierea activelor.

Randamentul acțiunilor (TSR)

Reprezintă expresia directă a modificării averii acționarilor pe o anumită perioadă de timp. Fiind exprimat în mărime relativă, acest indicator se poate utiliza pentru realizarea de comparații pe orizontală la nivelul aceleași firme, dar și pe verticală în cadrul sectoarelor economice.

TSR reprezintă o funcție de două variabile, valoarea dividendelor (inclusiv dividendele speciale și răscumpărările de acțiuni), precum și creșterea sau diminuarea prețului acțiunilor. Acest indicator depinde de rata de rentabilitate a activelor existente, rata de creștere, costul capitalului și fluxurile de numerar. Totuși, acest indicator nu se poate calcula decât pentru întreprinderile cotate și la nivelul întregii firme.

Concluzia generală a studiului comparativ al indicatorilor financiari clasici și a indicatorilor moderni este că indiferent de criteriile de analiză a acestor indicatori, superioritatea indicatorilor moderni de măsurare a performanțelor firmelor este evidentă.

Avantajul principal al indicatorilor moderni este că iau în considerare costul capitalului, deci rentabilitatea medie pe piață, sau se calculează pe baza valorii de piață, în timp ce indicatorii financiari clasici exprimă doar rezultatele istorice ale utilizării capitalului firmei. CFROI reprezintă o rată de rentabilitate reală, care include ajustări la inflație, precum și valoarea investițiilor viitoare, comparativ cu rentabilitatea tradițională care exprimă profitabilitatea curentă istorică a întreprinderii. Rezultă că indicatorii moderni au capacitatea de a exprima crearea de valoare investitorilor de către managementul firmei.

Bibliografie:

- 1) Andone A., Tabără Neculai., *Contabilitate, tehnologie și competitivitate*, Editura Academiei Române, București, 2006;
- 2) Barbu E.M., *Calitățile intrinseci ale valorii juste puse sub semnul întrebării*, Revista Contabilitatea, expertiza și auditul afacerilor, nr. 6/2002
- 3) Bădescu Ghe., *Evaluarea proprietății imobiliare*, ANEVAR, 2003;
- 4) Bădescu Ghe., Stan S., Anghel I., Petre M., *Teste pentru evaluarea de întreprinderii*, Editura IROVAL, București, 2003;
- 5) Bărbulescu C., *Diagnosticarea întreprinderilor aflate în dificultate economică. Strategii și politici de redresare și dinamizare a activității*, Editura Economică, București, 2002;
- 6) Bătrâncea I., *Analiza financiară a întreprinderii*, Editura Risosprint, Cluj-Napoca, 2005;
- 7) Bătrâncea I., ș.c., *Diagnosticul și evaluarea întreprinderii*, Editura Risosprint, Cluj-Napoca, 2003;
- 8) Bellalah, M., *Gestion financière. Diagnostic, évaluation et choix des investissements*, Editura Economică, Paris, 1998;
- 9) Bernheim Y., *Fondate generation de comptabilité transaction*, Revue Française de Comptabilité, mai 2002, nr. 344;
- 10) Blagu M., *ABC-ul Contabilității financiare*, Editura RMTPT, București, 2005;