

CONSIDERAȚII PRIVIND ANALIZĂ FINANCIARĂ INTERNAȚIONALĂ

*Prof.univ.dr. Neculai Tabără, Univ. „Alexandru I. Cuza” Iași
Asist.univ.dr. Cristina Mirela Mircea, Universitatea din Bacău*

Abstract

Financial analysis is the discipline that applies analytical instruments to financial statements and to other financial data, in order to offer a consequent interpretation of economical tendencies and inter-relations. The major international orientations in accounting developed two different views in financial analysis: anglo-saxon and continental. The financial rates used by these trends are different and extremely diverse.

Financial analysts use a great variety of rates to classify risk and performance: liquidity, solvability, operating efficiency, economic growth, profitability. These rates make no sense used individually, but combined in comparative analysis. Comparisons in time are the basis for forecasts, making possible tendencies estimations for the studied phenomenon.

Preliminarii

Analiza financiar-contabilă constituie un ansamblu de concepte, metode și tehnici care permit tratamentul informației contabile și a altor informații de gestiune în vederea formulării aprecierilor privind situația financiară a unei societăți sau organizații, riscurile care afectează această entitate, nivelul și calitatea performanțelor sale¹.

Analiza financiară este disciplina prin care instrumentele analitice sunt aplicate situațiilor financiare și altor date financiare în scopul interpretării tendințelor și relațiilor într-o manieră consecventă și disciplinată. În esență, analistul se ocupă de convertirea datelor în informații și ajută, în consecință, la procesul de diagnosticare care are drept obiectiv cercetarea și prognozarea informațiilor².

Analiza financiar-contabilă într-un cadru internațional constituie un demers deosebit de complex. El poate viza dimensiuni internaționale distinctive, precum:

- analiza operațiunilor desfășurate de o companie multinațională, ale cărei conturi consolidate rezultă din agregarea tranzacțiilor desfășurate în țări diferite, și care sunt exprimate în monede diferite;
- compararea transnațională între entități cu sediul în țări diferite, dar care nu desfășoară în mod necesar operațiuni în afara granițelor;
- extinderea geografică nu a companiilor, ci a utilizatorilor situațiilor consolidate (analiza este solicitată de rezidenți din diferite țări ale lumii, care au propriile interese asupra entității).

Disponibilitatea și comunicarea informațiilor este vitală pentru eficiența piețelor globale. Realizarea unei analize internaționale a situațiilor financiare prezintă semnificație din mai multe motive³:

1. *Posibilitatea realizării de investiții profitabile în alte țări* – investitorii, în special investitorii instituționali, sunt atrași de ratele mari de profit pe care îl generează investițiile în țările în curs de dezvoltare din Asia, America latină sau Africa, și care nu pot fi obținute din investițiile în țările dezvoltate;

2. *Diversificarea riscurilor aferente investițiilor pe noi piețe financiare* – gestionarea eficientă a investițiilor presupune și diversificarea riscurilor. Piețele financiare în dezvoltare au diferite grade de volatilitate, în funcție de ciclurile industriale și de afaceri de care sunt mai mult sau mai puțin legate;

3. *Poziționarea față de concurență* – două dintre cele mai importante motive pentru extinderea unei companii pe plan internațional constă în (i) câștigarea de noi piețe de desfacere; și (ii) accesul la factori de producție mai ieftini (forță de muncă, resurse naturale, tehnice, tehnologice etc.). Ambele motive sunt menite să ofere firmei internaționale avantaje concurențiale semnificative;

¹ Cohen E., *Analyse financière*, 3^e édition, Ed. Economica, Paris, 1994, p. 7, citat după Pântea I.P., *Managementul contabilității românești*, vol. II, Editura Intelcredo, Deva, 1998, p. 572.

² Van Greuning H., *International Reporting Financial Standards – A Practical Guide*, Ed. Irecson, București 2005, p.26

³ Iqbal Z., “International Accounting. A Global Perspective”, Second Edition, South –Western Thompson Learning, Cincinnati, Ohio, 2002, pp. 244-247

4. *Legătura dintre aprecierea valutei și aprecierea investiției* – această legătură este evidentă, însă creșterea valorii investiției ca urmare a aprecierii monedei este independentă de performanța financiară a entității, lucru care trebuie evidențiat în analiza conturilor;

5. *Relaxarea restricțiilor privind participațiile de capital* – reglementările din anumite țări limitează participațiile de capital la un anumit procent, fapt care afectează natura controlului societății mamă și, implicit, nivelul de implicare al acesteia în strategia operațională și financiară a entității respective. Spre exemplu, până în 1993, procentul pe care autoritățile din Brazilia îl stabiliseră pentru participațiile străine era de 40%. Restricția a fost ridicată ulterior, fapt care a atras după sine creșterea investițiilor companiilor străine în filiale deținute în control exclusiv;

6. *Analiza sectorului de activitate și a concurenței* – companiile implicate în investiții sau comerț internațional fac deseori analiza situațiilor financiare ale concurenților sau ale altor companii leader pe diferite segmente de piață, pentru alinierea strategiilor proprii (privind prețurile, inovarea și dezvoltarea de noi produse etc.) la trendul pieței;

7. *Fundamentarea deciziilor financiare* – informațiile financiare sunt necesare susținerii deciziilor financiare și operaționale ale diferitelor categorii de utilizatori, inclusiv ai clienților, furnizorilor sau creditorilor.

Analiza contabil-financiară pe plan internațional generează probleme legate de diversitatea modalităților de evaluare și prezentare a conturilor⁴. Diferențele care apar sunt datorate, în esență, unor contexte economice diferite exprimate prin situații financiare specifice pentru fiecare țară. Se apreciază că aceste aspecte constituie un obstacol care împiedică utilizarea modelelor de decizie bazate pe date contabile.

Atât investitorii, cât și întreprinderile care doresc să atragă investitori străini resimt problema imposibilității analizei pertinente a conturilor societăților analizate⁵. Una din soluții o constituie raportarea la normele IASB sau US GAAP. Într-un astfel de context, Deutsche Bank a decis să elaboreze conturi consolidate conforme cu IAS, oferind, astfel, comunității internaționale posibilitatea să analizeze conturile și să evalueze activitatea societății în mod coerent.

Federația Europeană a Asociațiilor Analistilor Financiarari (EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies) a încercat punerea la punct a unor metode standardizate de analiză financiară. Analistul trebuie să procedeze la o examinare aprofundată a entităților de care se interesează.

Abordări în analiza financiară internațională

Deși utilizează aproape întotdeauna aceleași instrumente (coeficienți, indici, rate, comparații în timp și în spațiu), analiza financiar-contabilă este departe de a fi o metodă universală. Diversitatea abordărilor contabile generează o varietate a modalităților de analiză. Sistemele contabile pe plan internațional presupun o abordare anglo-saxonă și o alta a Europei continentale.

Abordarea anglo-saxonă este orientată spre piața financiară, având în centru investitorul, preocupat în principal de riscul și rentabilitatea plasamentelor sale. Modelul teoretic presupune că valoarea unui activ este suma fluxurilor monetare viitoare actualizate, accentul fiind pus pe estimarea cash-flow-urilor și a riscului de faliment.

O importanță deosebită este acordată beneficiului pe acțiune. Pentru a oferi o capacitate predictivă acestui indicator, trebuie eliminată influența evenimentelor care nu exprimă activitatea normală a întreprinderii. Asociația britanică a analistilor financiarari a pus la punct o procedură detaliată pentru calculul beneficiului pe acțiune, în scopul remedierii insuficiențelor normelor oficiale.

În optica gestiunii portofoliilor, investiția este considerată drept plasament al capitalului pe termen lung. Această abordare ține seama în principal de lichiditatea pieței, care permite cedarea în orice moment a titlurilor deținute.

Conform demersului anglo-saxon, piața este eficientă și transparentă atunci când cursurile de la bursă reflectă în orice moment ansamblul informațiilor disponibile. Analiza financiar-contabilă nu urmărește neapărat dobândirea de titluri subevaluate, ci trebuie să permită investitorului să aprecieze gradul de rentabilitate și de risc al plasamentului său. Eficiența pieței presupune, de asemenea, că entitățile nu pot să falsifice, prin artificii contabile, valoarea titlurilor, deoarece situațiile financiare nu

⁴ Raffournier B., Haller A., Walton P., *Comptabilité internationale*, Vuibert, Paris, 1997, pp. 527-551

⁵ Tabără N., Horomnea E., *Analiza contabil-financiară în perspectivă internațională (I, II, III)*, Revista Contabilitatea, Expertiza și Auditul Afacerilor nr. 10/octombrie 2000, pp. 15-21, nr. 11/noiembrie 2000, pp. 12-16, nr. 12/decembrie 2000, pp. 45-48, Editor CECCAR, București.

constituie decât una din sursele de informare ale investitorilor. Specialiștii în valori mobiliare încearcă să vândă acțiuni pe bază de estimări revizuite în funcție de profit sau de risc.

Abordarea continentală este globală și, spre deosebire de cea anglo-saxonă, nu se limitează la evaluarea rentabilității și a riscului din perspectiva investitorului, ci vizează și interesele altor parteneri ai entității, cum ar fi salariații acesteia.

Analiza presupune un diagnostic care înglobează și alte elemente, de genul echilibrului financiar pe termen lung. Acest demers este caracteristic unui gestionar de portofoliu, preocupat de rentabilitatea și solvabilitatea imediată a plasamentelor sale.

Ținând seama de lungimea perioadei de studiu, preocupările de echilibru financiar capătă o importanță specială. Unificarea piețelor financiare a determinat dispariția distincției termen scurt / termen lung în materie de finanțare. Această situație a amplificat importanța noțiunii de fond de rulment.

Analiza performanțelor nu se limitează numai la rentabilitatea financiară, ci se extinde și asupra rentabilității economice. Întreprinderea este considerată drept o entitate creatoare de avere, accentul fiind pus pe împărțirea acesteia între diferiți factori de producție, investitori de capitaluri și salariați.

Perenitatea și echilibrul financiar presupun menținerea capacității de producție și de autofinanțare. Analiza rezultatelor este însoțită frecvent, în Germania și în Franța, de studiul evoluției valorii adăugate și a împărțirii acesteia. Unele întreprinderi germane prezintă, în plus față de documentele de sinteză obișnuite (bilanț, cont de rezultate și anexă), tabloul valorii adăugate,.

Demersul Europei continentale acordă mai puțină importanță datelor bursiere, fiind utilizat de țări în care piața acțiunilor este mai puțin dezvoltată și nu constituie principala sursă de finanțare a întreprinderii. Credința în eficiența piețelor este mai puțin răspândită, iar cifrele contabile sunt apreciate cu prudență⁶. Investitorii cunosc evoluția fiscalității, provocată de o concepție excesiv de prudentă. Se au în vedere și posibilitățile de manipulare a rezultatelor oferite de anumite practici contabile, cum este cazul rezervelor latente în țările germanice.

Analistul anglo-saxon și omologul său din Europa continentală nu au aceeași optică asupra întreprinderii. Factorii ce pot conduce la o decizie de cumpărare a titlurilor și așteptările față de informația contabilă sunt diferiți. Ca urmare, nici indicii (coeficienții, ratele) calculați nu vor fi identici. În acest context, contabilitatea entităților multinaționale tinde să devină din ce în ce mai omogenă, prin aplicarea unor metode uniforme de analiză contabil-financiară. Analistii din Europa continentală utilizează din ce în ce mai mult metode orientate spre piață, ținând seama și de alți factori, cum ar fi: repartiția geografică a cifrei de afaceri, starea sectorului etc.

Indicatorii utilizați în analiza financiară internațională

Interpretarea informațiilor furnizate de situațiile financiare se bazează cel mai adesea pe analiza unor indicatori financiari sau pe tehnici statistice mai complexe pe bază de rate. Pe plan internațional au existat presiuni în sensul introducerii unor seturi de indicatori standard, deoarece informațiile necesare uniformității calculelor nu sunt întotdeauna prezentate în rapoartele anuale.

Majoritatea societăților cotate promovează o politică de informare activă față de analiștii financiari. Însă, la nivel mondial, indicatori asemănători ca denumire comportă formule de calcul complet diferite, existând pericolul confuziei și interpretării eronate a indicatorilor furnizați de entități. Spre exemplu, un studiu efectuat pe 100 de companii din SUA a relevat opt modalități diferite de determinare a indicatorului „rata profitului”. Mai mult, companiile manifestă preferințe în a prezenta diferiți indicatori, în funcție de imaginea pe care doresc să o creeze pentru utilizatorii externi.

Abordarea anglo-saxonă pune accent pe anumiți indicatori, cum ar fi beneficiul pe acțiune. O astfel de rată poate fi profund influențată de anumite circumstanțe, de un eveniment accidental și se pretează la manipulări din partea managerilor. Rentabilitatea unei investiții trebuie apreciată prin raportare la riscul potențial.

În lume există agenții de cotare care, pe baza analizei unei serii de factori și indicatori, pot da o încadrare a unei companii într-o categorie de risc investițional.

Într-o anumită concepție, situațiile financiare sunt considerate drept „foi de scor” care trebuie să evalueze performanțele activității întreprinderii sub o formă accesibilă părților interesate.

⁶ Tabără N., Horomnea E., *Principiul prudenței și aplicarea lui în contabilitate*, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, nr. 1/1998, pp. 6-11.

Nu există indicatori care pot sintetiza la modul absolut tot ceea ce trebuie cunoscut despre situația unei întreprinderi. Indicatorii nu au sens dacă sunt utilizați de sine stătători, motiv pentru care analiza tendințelor (monitorizarea în timp a unui indicator sau grup de indicatori) și analiza comparativă (compararea unui indicator specific pentru un grup de companii dintr-un sector de activitate, sau pentru sectoare diferite de activitate) sunt preferate de analiștii financiari. Comparațiile în timp sunt utile pentru efectuarea previziunilor, fiind posibilă estimarea tendințelor de evoluție a fenomenului studiat.

O altă tehnică analitică de mare valoare este analiza relativă, care este realizată prin conversia tuturor elementelor bilanțiere (sau din contul de profit și pierdere) într-un procent dintr-un element bilanțier (sau din contul de profit și pierdere) dat.

Deși analiștii financiari utilizează o varietate mare de subclasificări pentru a descrie analiza lor, sunt adesea folosite următoarele clasificări ale riscului și performanței:

- **Lichiditate** - un indiciu al capacității entității de a rambursa datoriile pe termen scurt, măsurat prin evaluarea componentelor de active circulante și datorii curente;

- **Solvabilitate** - riscul asociat volatilității fluxurilor de venituri, descris adesea ca risc al activității (rezultat din volatilitatea asociată veniturilor din exploatare, vânzărilor și gradului de îndatorare aferent activităților de exploatare) și risc financiar (rezultat din impactul utilizării datoriilor asupra rentabilității capitalurilor, măsurată prin indicatori de îndatorare și prin acoperirea fluxurilor de numerar);

- **Eficiență operațională** - determinarea măsurii în care o entitate utilizează eficient activele și capitalul propriu, așa cum se arată cu ajutorul vitezei de rotație a activelor și a capitalului propriu;

- **Creștere** - rata la care o entitate poate înregistra creștere, după cum se determină prin reținerea (nedistribuirea) profiturilor și prin profitabilitatea măsurată cu ajutorul randamentului capitalurilor proprii (ROE);

- **Profitabilitate** - un indiciu al modului în care marjele de profit ale unei societăți sunt asociate vânzărilor, capitalului mediu și capitalului propriu mediu. Profitabilitatea poate fi analizată mai detaliat utilizându-se analiza Du Pont.

Prezentăm în continuare o serie de indicatori care pot fi calculați utilizând fiecare din ariile de clasificare discutate anterior.

Tabelul nr. 1: Indicatori de lichiditate

1. LICHIDITATE		
	<i>Numărător</i>	<i>Numitor</i>
Curentă	Active circulante	Datorii curente
Rapidă	Numerar + titluri tranzacționabile + creanțe	Datorii curente
Numerar	Numerar + titluri tranzacționabile	Datorii curente
Viteza de rotație a creanțelor	Vânzări anuale nete	Creanțe medii
perioada medie de colectare a creanțelor	365	Viteza de rotație a creanțelor
Viteza de rotație a stocurilor	Costul bunurilor vândute	Stocuri medii
Perioada medie de prelucrare a stocurilor	365	Viteza de rotație a stocurilor
Viteza de rotație a datoriilor	Costul bunurilor vândute	Datorii comerciale medii
Perioadă de plată a datoriilor	365	Viteza de rotație a datoriilor
Ciclul de conversie a numerarului	Perioada medie de colectare a creanțelor + perioada medie de prelucrare a stocurilor + perioada de plată a datoriilor	

Tabelul nr. 2: Indicatori de solvabilitate

2. SOLVABILITATE (ANALIZA RISCURILOR FINANCIARE ȘI ALE ACTIVITĂȚII)		
	<i>Numărător</i>	<i>Numitor</i>
Risc de activitate (coeficient de variație)	Devierea standard a veniturii din exploatare	/ Venit
Risc de activitate (coeficient de variație)-venit net	Devierea standard a veniturii nete	/ Venit net mediu
Variabilitatea-vânzărilor	-Devierea standard a vânzărilor	/ Media vânzărilor
Grad de îndatorare asociat exploatării	Media valorii absolute a procentajului de modificare a cheltuielilor de exploatare	/ Procentajul de schimbare a vânzărilor
Risc financiar	Volatilitatea cauzată de utilizarea de către firmă a datoriilor	/
Datorii - capital propriu	Total datorii pe termen lung	/ Total capital propriu
Rata de îndatorare pe termen lung	Total datorii pe termen lung	/ Total capital pe termen lung
Rata de îndatorare totală	Total datorii	/ Total capital
Acoperirea dobânzii	EBIT (câștiguri înainte de plata dobânzii și a impozitelor)	/ Cheltuiala cu dobânda
Acoperirea costului financiar fix	EBIT	/ Cheltuiala cu dobânda+ 1/3 plăți de leasing
Acoperirea cheltuielii fixe	EBIT + plăți de leasing	/ Plăți de dobândă + plăți de leasing + dividende preferențiale / (1-rata de impozitare)
Fluxuri de numerar la cheltuiala cu dobânda	Venit net + cheltuiala cu amortizarea + creșterea impozitelor amânate	/ Cheltuiala cu dobânda
Acoperirea fluxului de numerar asociată acoperirii costului financiar fix	Fluxuri de numerar tradiționale + cheltuiala cu dobânda + 1/3 plăți de leasing	/ Cheltuiala cu dobânda+ 1/3 plăți de leasing
Fluxuri de numerar la datorii pe termen lung	Venit net + cheltuiala cu amortizarea + creșterea impozitelor amânate	/ Valoarea contabilă a datoriilor pe termen lung
Fluxuri de numerar la total datorii	Venit net + cheltuiala cu amortizarea + creșterea impozitelor amânate	/ Total datorii

Tabelul nr. 3: Indicatori de eficiență operațională

3. EFICIENȚĂ OPERAȚIONALĂ		
	<i>Numărător</i>	<i>Numitor</i>
Viteza de rotație a activelor totale	Vânzări nete	/ Active nete medii
Viteza de rotație a ișloacelor fixe	Vânzări nete	/ Total mijloace fixe medii
Viteza de rotație a apitalului propriu	Vânzări nete	/ Capital propriu mediu

Tabelul nr. 4: Indicatori de creștere

4. CREȘTERE		
	<i>Numărător</i>	<i>Numitor</i>
Rata de creștere sustenabilă	Rata de reținere a câștigurilor reinvestite (RR) * (ROE)	
RR (rata de reținere)	Dividende declarate	/ Venit din exploatare după impozitare
Rentabilitatea capitalului propriu-ROE Indicator de plată a dividendelor	Venit net -dividende preferențiale Dividende comune declarate	/ Capital propriu comun mediu Venit net-dividende preferențiale

Tabelul nr. 5: Indicatori de profitabilitate

5. PROFITABILITATE		
	<i>Numărător</i>	<i>Numitor</i>
Marja profitului brut	Profit brut	/ Vânzări nete
Marja profitului din exploatare	Profit din exploatare (EBIT)	/ Vânzări nete

Marja profitului net (ROE)	Venit net	/	Vânzări nete
Rentabilitatea capitalului total	Venit net + cheltuiala cu dobânda	/	Capital total mediu
Rentabilitatea capitalului propriu total	Venit net	/	Capital propriu total mediu
Rentabilitatea capitalului propriu comun	Venit net -dividende preferențiale	/	Capital propriu comun mediu
Du Pont 1: ROE (cifre la sfârșitul exercițiului)	Venit net	/	Capital propriu
* Viteza de rotație total active	Vânzări	/	Active
* Factor de multiplicare a capitalului propriu (în datorii financiare)	Active	/	Capital propriu
Du Pont 2: ROE (cifre la sfârșitul exercițiului)= marja profitului din exploatare	EBIT	/	Vânzări
* Viteza de rotație total active	Vânzări	/	Active
- Rata cheltuielii cu dobânda	Cheltuiala cu dobânda	/	Active
* Factor de multiplicare a îndatorării financiare (capitalului propriu)	Active	/	Capital propriu

Utilizarea IFRS caută să asigure comparabilitatea între situațiile financiare ale diferitelor entități și să depășească, astfel, dificultățile care survin. Așa cum am menționat anterior, corelarea indicatorilor în funcție de scopul analizei este esențială. Prezentăm în continuare câteva asemenea modele.

Tabelul nr. 6: Combinarea indicatorilor în anumite scopuri analitice

SCOPUL ANALIZEI	INDICATOR UL TILIZAT					
	Lichiditate	Solvabilitate (analiza riscului financiar și de activitate)	Eficiența operațională (a activității)	Creștere	Profitabilitate	Lichiditate externă
Evaluarea capitalului social/propriu		Datorii / capital propriu Acoperirea dobânzii Risc de activitate (coeficient de variație a câștigurilor din exploatare) Risc de activitate (coeficient de variație - venit net Variabilitatea vânzărilor Risc sistematic (Beta) Rate de creștere vânzări / câștiguri Rata de creștere a fluxurilor de numerar		Rata de plată a dividendelor RR (rata de reținere)	Rentabilitatea capitalului -ROE Rentabilitatea capitalului comun	Preț de piață /valoare contabilă Preț de piață / flux de numerar Preț de piață la vânzări
Evaluarea riscului	Indicator curent Capital circulant /total active	Grad de îndatorare totală Fluxuri de numerar la datorii totale Acoperirea dobânzii Fluxuri de numerar / datorii totale Risc de activitate (coef. de variație a câștigurilor din exploatare/manele profitului din exploatare)	Rata de plată a dividendelor		Mărimea activelor	Valoarea de piață a acțiunilor în circulație
Analiza creditului pentru clasificarea gradului de risc al obligațiunilor		Grad de îndatorare pe termen lung Grad de îndatorare totală pe termen lung Fluxuri de numerar /datorii totale Acoperirea fluxurilor de numerar asociată costului financiar fix Fluxuri de numerar / cheltuiala cu dobânda Acoperirea dobânzii Variabilitatea vânzărilor/venit net și ROA	Viteza de rotație a capitalului propriu Indicator capital circulant / vânzări Viteza de rotație a activelor totale		Marja profitului net (ROE) Rentabilitatea activelor Marja profitului de exploatare Rentabilitatea capitalului propriu - ROE	Valoarea de piață a acțiunilor în circulație Valoare nominală pe obligațiune
Prognozarea falimentului	Curentă Numerar	Fluxuri de numerar / datorii totale Fluxuri de numerar / datorii pe TL Grad de îndatorare total Total active / total datorii	Viteza de rotație a activelor totale Indicator capital circulant /vânzări		Rentabilitatea activelor Rentabilitatea activelor EBIT / active totale Rezultat reportat / active totale	Valoarea de piață a acțiunilor la valoarea contabilă a datoriilor
Alți indicatori – neutilizați mai sus	Rapidă (testul acid) Viteza de rotație a creanțelor Perioada medie de colectare a creanțelor Viteza de rotație a stocurilor Perioada medie de prelucrare a stocurilor Viteza de rotație a datoriilor Perioada de plată a datoriilor Ciclul de conversie a numerarului	Grad de îndatorare asociat activității de exploatare Risc financiar (volatilitate cauzată de utilizarea de către firmă a datoriilor) Acoperirea costului financiar fix Acoperirea cheltuielii: fixe	Viteza de rotație a mijloacelor fixe	Rata creșterii sustenabile	Marja profit brut Marja profitului din exploatare Rentabilitatea capitalului total Rentabilitatea capitalului total, inclusiv operațiunile de leasing Du Pont 1 Du Pont 2	Număr de titluri tranzacționate zilnic Plajă de licitație Procent de titluri în circulație tranzacționate zilnic