

CAPITOLUL 2

SITUAȚIILE FINANCIARE ȘI FLUXURILE DE NUMERAR ALE COMPANIILOR

O companie desfășoară în mod curent operațiuni de gestiune (exploatare, investiții și finanțare) și operațiuni de capital (investiții, dezinvestiții însoțite de finanțări sau rambursări de capitaluri atrase). Operațiunile de gestiune sunt reflectate în fluxurile de venituri și cheltuieli din contul de rezultate și se sintetizează în profitul net și amortizare ca surse potențiale pentru cash-flow-ul companiei.

2.1 BILANȚUL CONTABIL

Bilanțul contabil reflectă valoarea contabilă a firmei la un anumit moment. El are două secțiuni ce pot fi organizate sub formă de listă sau tablou. Secțiunea din partea stângă în varianta tablou a bilanțului este destinată utilizărilor resurselor organizației, adică partea de **ACTIV**, iar cea din dreapta pentru sursele sau resursele angajate de firmă adică **PASIV**. Pasivul cuprinde obligațiile și capitalul propriu sau „*stockholders' equity*”, în cazul societăților comerciale pe acțiuni.

$$\text{ACTIVE TOTALE} = \text{OBLIGAȚII (datorii)} + \text{CAPITAL PROPRIU}$$

Construcția bilanțului contabil se bazează pe organizarea elementelor bilanțiere în funcție de două variabile cheie: lichiditate și exigibilitate. *Lichiditatea* este calitatea activelor de a putea fi transformate în bani cu intenția de a obține cea mai operativă recuperare a capitalurilor investite și o rentabilitate ridicată. *Exigibilitatea* este calitatea pasivelor de a fi decontate la o anumită scadență ca urmare a achiziționării datoriilor.

Capitalul propriu este definit ca fiind diferența dintre activele și obligațiile firmei. În funcție de exigibilitate, capitalul propriu are scadența cea mai îndepărtată (cel mai puțin exigibil). În funcție de exigibilitate, primele sunt capitalurile proprii provenite de la proprietari, apoi cele din reinvestirea acumulărilor anterioare (rezerve) și sursele publice ca subvenții și provizioane reglementate. Practic, aceste surse nu au o scadență imediată, decât la limită în caz de faliment, ele nu au un termen de exigibilitate explicit și din acest motiv aceste surse se mai numesc și **surse permanente (stabile)**. Tot în categoria surselor permanente se încadrează și împrumuturile contractate pe termen lung (> 1 an). Prin urmare, *capitalul permanent* este alcătuit din capital propriu plus împrumuturi pe termen lung.

Pasivele curente sau datoriile pe termen scurt sunt cele mai exigibile și de aceea sunt numite **surse ciclice (temporare)** și sunt datorii ale ciclului de exploatare cu scadență mai mică de un an. Datoriile pe termen scurt sunt alcătuite din efectele comerciale de plată (furnizori), dividendele de plătit, creditele bancare pe termen scurt etc.

Practic, capitalul propriu sau averea proprietarilor de capital este ceea ce rămâne după ce firma își onorează obligațiile sale. Obligațiile și capitalurile proprii sunt listate în funcție de scadența la care acestea trebuie plătite. Obligațiile firmei și capitalul propriu reflectă tipurile și proporțiile finanțării ce depind de structura de capital aleasă de managementul firmei. Adică, proporția dintre datorii și capitalurile proprii sau dintre pasivele curente și datoriile pe termen lung ale companiei.

Analiza bilanțului contabil trebuie să clarifice trei probleme esențiale pentru firmă: lichiditate, ponderea datoriilor în total pasive și valoarea activelor în raport de costurile lor contabile.

- **Lichiditatea** se referă la ușurința și rapiditatea cu care activele unei firme pot fi convertite în numerar (fără pierderi semnificative de valoare). *Activele curente* sunt cele mai lichide și cuprind cash-ul și cele care vor fi transformate în cash în maxim un an de zile. *Creanțele* sunt sume care trebuie încasate de la clienți pentru bunurile sau serviciile vândute acestora, după scăderea creanțelor care nu mai pot fi încasate (creanțe nete). *Stocurile* sunt alcătuite din materii prime ce vor fi utilizate în producție, stocurile intermediare de producție neterminată și cele de produse finite. Aceste active sunt mult mai lichide decât imobilizările, din acest motiv ele sunt numite și **alocări ciclice** sau **temporare**. Recuperarea capitalurilor investite în aceste active se va realiza după încheierea unui ciclu normal de exploatare (aprovizionare, producție și desfacere).

Activele fixe sau imobilizările reprezintă categoria de active cel mai puțin lichide. Aceste active cuprind *imobilizările necorporale* (concesionări, brevete, licențe, mărci comerciale, drepturi etc.), *corporale* (terenuri și construcții, instalații tehnice și mașini, utilaje și mobilier etc.) și *financiare* (acțiuni deținute la companiile afiliate, împrumuturile acordate companiilor partener, interese de participare etc.). Datorită rotației lente a capitalurilor investite în aceste active, ele se mai numesc și **alocări permanente** sau **stabile**.

Cu cât o firmă are mai multă lichiditate cu atât mai mult ea poate face față obligațiilor pe termen scurt. Astfel, probabilitatea ca o firmă să poată evita pericolele financiare generate de efectuarea plăților scadente depinde de lichiditatea acesteia. Din nefericire, activele lichide în mod frecvent au rate de rentabilitate mai mici decât activele fixe. Pentru ca o firmă să investească în active lichide, ea trebuie să sacrifice oportunitatea de a investi în activele mai profitabile.

- **Ponderea datoriilor în total pasive și capitalul propriu.** Datoriile sunt obligațiile firmei care necesită să fie onorate într-o perioadă precizată (exigibilitate). Multe datorii implică existența unor obligații contractuale ce necesită restituirea unei sume stabilite și eventual dobânda aferentă perioadei acordate. Astfel, obligațiile sunt datorii asociate în mod frecvent cu serviciul datoriei. *Capitalul acționarilor (stockholders' equity)* este un drept față de activele firmei ce este rezidual, dar nu este fix. În termeni generali, când firma se împrumută, ea acordă creditorilor, mai puțin acționarilor, prioritatea de a face prelevări din fluxurile sale de numerar pentru a-și onora debitele. De exemplu, creditorii care sunt deținători de obligațiuni pot acționa în instanță firma debitoare în cazul în care aceasta nu-și onorează obligațiile sale contractuale. Această situație poate să conducă la declararea firmei în stare de insolvabilitate. *Capitalul propriu* reprezintă diferența dintre activele și obligațiile (datoriile) firmei și reprezintă valoarea contabilă a averii proprietarilor sau *situația netă*. Capitalul propriu crește atunci când o parte din câștiguri sunt reținute de firmă. Aceasta se întâmplă atunci când firma reține o parte din câștiguri în loc să le transfere acționarilor sub formă de dividende.
- **Valoarea activelor în raport de costurile lor contabile.** Valoarea contabilă a activelor firmei reflectă „valoarea” înregistrată în contabilitate a activelor bazată pe costuri și nu valoarea lor de piață. *Valoarea de piață* este prețul la care cumpărătorii și vânzătorii sunt dispuși să tranzacționeze activele. Este doar o simplă coincidență dacă valoarea contabilă

este egală cu valoarea de piață. De fapt, managementul firmei trebuie să creeze valoare pentru firmă astfel încât aceasta să depășească costurile angajate.

Alocările permanente în imobilizări sunt, în principiu, acoperite din surse permanente (capitaluri proprii și datorii financiare). Regula generală de finanțare se bazează pe principiul parității maturității activelor și a pasivelor – *nevoile permanente să fie acoperite din surse permanente, iar nevoile temporare din surse temporare*. Când capitalurile permanente sunt mai mari decât necesitățile permanente de alocare în imobilizări, compania dispune de o sursă permanentă de finanțare a nevoilor ciclice de exploatare.

Surplusul de surse permanente, degajat de ciclul de finanțare al investițiilor se poate folosi pentru finanțarea stocurilor, creanțelor și a lichidităților. Lichiditățile înseamnă casa și conturile la bănci (cash-ul efectiv) la care se adaugă cash-ul echivalent format din investiții financiare pe termen scurt – acțiuni, obligațiuni etc. Această utilizare potențială reprezintă **capitalul de lucru net** al companiei sau **fondul de rulment** și este angajat în finanțarea **activelor curente nete (ACR)**.

În figura 2.1 se prezintă bilanțul contabil al firmei COMPUTER S.A.

BILANTUL CONTABIL AL FIRMEI COMPUTER S.A.

in 2008 si 2009

[milioane RON]

ACTIVE	2008	2009	PASIVE	2008	2009
ACTIVE CURENTE			PASIVE CURENTE		
Cash si echivalent	130	118	Furnizori	256	197
Creante	289	230	Datorii pe termen scurt (<1 an)	67	83
Stocuri	254	310	Impozite si taxe de plata	89	75
Alte active curente	48	67	Salarii datorate personalului	97	88
<i>Total active curente</i>	721	725	Dividende de plata	80	67
ACTIVE FIXE			Alte datorii /obligatii pe TS	45	38
Terenuri, cladiri, echipamente	1546	1672	<i>Total pasive curente</i>	634	548
Amortizare cumulata	580	658	OBLIGATII PE TERMEN LUNG		
Valoarea neta a imobilizarilor	966	1014	Imprumuturi pe termen lung (>1an)	641	771
Imobilizari necorporale	376	223	CAPITAL PROPRIU		
<i>Active fixe totale</i>	1342	1237	Capital social	89	67
			Prime legate de capital	32	21
			Diferente din reevaluare	27	17
			Rezerve	289	237
			Profit reportat	321	289
			Subventii	0	0
			Provizione	30	12
			<i>Total capital propriu</i>	788	643
TOTAL ACTIVE	2063	1962	TOTAL PASIVE	2063	1962

Fig. 2.1 Bilanțul contabil al firmei COMPUTER S.A

Informațiile extrase din bilanțul contabil pot fi diferite în funcție de utilizatori. Un bancher este interesat de lichiditatea contabilă a firmei și de capitalul de lucru al acesteia. Un furnizor de materii prime sau componente este preocupat de dimensiunea contabilă a efectelor comerciale de plată (datoriile furnizori) și de promptitudinea firmei în a-și onora obligațiile. Mulți utilizatori de rezultate deduse din situațiile financiare, ca managerii și investitorii, doresc să afle care este *valoarea de piață a firmei* și nu *valoarea sa contabilă*. Această informație nu se poate obține din bilanțul contabil. Prin urmare, valoarea unui activ sau valoarea unei firme înseamnă valoarea de piață a acestora.

Pentru exemplificare să considerăm cazul în care managerul financiar al unei firme este preocupat de creșterea valorii de piață a acesteia. Adică, să crească cotația în piață a acțiunilor companiei. De exemplu, compania STAR CORPORATION are active fixe în valoare de 700 mii RON și o valoare de piață evaluată la 1000 mii RON. Capitalul de lucru net este pe hârtie de 400 mii RON, dar aproximativ 600 mii RON se va obține dacă toate activele curente sunt transformate în numerar (lichidități). Firma are 500 mii RON imobilizați în datorii pe termen lung. Să se determine valoarea contabilă a capitalului propriu (equity)? Care este valoarea de piață a firmei?

Pentru rezolvarea problemei se vor construi două bilanțuri contabile simplificate comasate, unul va fi exprimat în termeni contabili (valori contabile), iar celălalt se va construi pe baza valorilor de piață. În figura 2.2 sunt prezentate cele două bilanțuri simplificate comasate în unul singur.

STAR CORPORATION

Bilanț contabil

(valoarea de piață și valoarea contabilă)

ACTIVE	Piața	Contabil	PASIV	Piața	Contabil
Capital de lucru net	600	400	Datorii pe termen lung	500	500
Active fixe nete	1000	700	Capital propriu	1100	600
TOTAL	1600	1100	TOTAL	1600	1100

Fig. 2.2 Valoarea de piață față de valoarea contabilă exprimate folosind bilanțul contabil

Se observă că valoarea de piață a capitalurilor proprii (averea proprietarilor de capitaluri) este de 1100 mii RON și este aproape dublă în raport de valoarea contabilă a acestora care este de 600 mii RON.

2.2 CONTUL DE REZULTATE (PROFIT SAU PIERDERE)

Contul de rezultate sau *situația financiară* a unei companii reflectă performanța obținută de aceasta într-o anumită perioadă de timp. Situația financiară prezintă înregistrările referitoare la cheltuielile și veniturile ocazionate de activitățile firmei între două bilanțuri contabile succesive. Pe baza contului de profit și pierdere se poate determina o serie de indicatori valorici privind volumul și rentabilitatea activității firmei.

Profitul înainte de dobânzi și de impozit (EBIT – Earnings before interests and taxes) este folosit pentru a determina rentabilitatea firmei și este diferența dintre veniturile totale și cheltuielile totale (de exploatare și financiare), cu excepția dobânzilor și a impozitului pe profit. Se va utiliza formula de calcul (2.1):

$$\text{EBIT} = \text{Profit din exploatare} + \text{Venituri financiare} \quad (2.1)$$

EBIT(1-i) exprimă capacitatea activelor companiei de a genera, în exploatare, rezultate pentru a remunera capitalurile antrenate, indiferent de modul de finanțare. Acest rezultat permite compararea companiilor între ele ținând cont exclusiv de potențialul tehnic și economic pentru a produce rezultate, fără a lua în considerare politicile specifice de finanțare. $PN = (EBIT - D)(1 - i)$, $PN = EBIT(1 - i) - D(1 - i)$ și se obține $EBIT(1 - i) = PN + D(1 - i)$, unde PN este profitul net, i rata de impozitare a profitului, iar D este dobânda.

Relația **EBIT – Impozit** reprezintă potențialul contabil de renumerare a acționarilor cu dividende și a creditorilor (băncilor) cu dobânzi. $EBIT - Impozit = EBIT - (EBIT - D)i = EBIT(1 - i) + Di = PN + D(1 - i) + Di = PN + Dobânzi$ și exprimă performanța exploatării activului economic, dar și a îndatorării cu efecte fiscale benefice pentru companie. Practic, $EBIT(1 - i)$ exprimă rezultatul net al exploatării capitalurilor investite în active fixe și curente nete ale companiei, iar $PN + D(1 - i)$ exprimă destinația acestui rezultat (acționari și creditori).

Excedentul brut al exploatării (EBITDA – Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization) exprimă acumularea brută din activitatea de exploatare, amortizare și provizioanele pentru depreciere care sunt doar calculate, dar nu și plătite (fluxuri non-monetare)..

Profitul din exploatare (PE) exprimă mărimea absolută a rentabilității activităților de exploatare prin deducerea tuturor cheltuielilor din veniturile exploatării: $PE = EBITDA - Amo - Provizioane$.

Profitul înainte de impozit (EBT – Earnings before taxes) este determinat de rezultatul exploatării, cât și de cel al politicii de finanțare: $EBT = EBIT - D = PE \pm \text{Rezultatul financiar}$.

Profitul net (PN) exprimă mărimea absolută a rentabilității financiare cu care sunt remunerați acționarii pentru capitalurile proprii investite: $PN = EBIT - D - Impozit profit \pm Elemente extraordinare$.

Valoarea adăugată (VA) înseamnă *producția exercițiului minus consumul de la terți*. VA reprezintă sursa acumulărilor bănești din care se face *remunerarea* participanților direcți și indirecti la activitatea de exploatare a companiei: *personalul companiei* (salariați), *statul* (taxe, impozite și contribuții), *creditorii* (dobânzi, dividende și comisioane de plătit), *acționarii* (dividende de plătit) și *compania* care le-a generat (prin capacitatea de autofinanțare). Prin însumarea VA de la toți agenții economici din țară timp de un an de zile se obține **PIB-ul** (Produsul Intern Brut).

Trebuie reținut faptul că în contabilitatea firmei cheltuielile sunt înregistrate în perioada în care au fost angajate, iar veniturile atunci când au fost realizate, chiar dacă încasarea lor se va face ulterior. Adică, chiar dacă niciun flux de numerar nu a fost generat. De exemplu, când bunurile sunt vândute printr-un credit comercial, vânzările și profiturile aferente sunt înregistrate în contabilitate, iar încasările sunt efectuate ulterior.

Valoarea economică a activelor este în mod direct conectată la fluxurile de numerar incrementale din viitor. Totuși, fluxul de numerar nu apare explicit în situația financiară sau în contul de profit sau pierdere. Există mai multe elemente non-monetare care sunt reflectate prin intermediul cheltuielilor, dar care nu afectează fluxurile de numerar.

Dintre acestea cea mai importantă este amortizarea. *Amortizarea* reflectă pierderea de valoare a activelor amortizabile folosite în procesul de producție. De exemplu, să presupunem că un activ cu o durată de viață economică de cinci ani și o valoare reziduală nulă (valoarea la finalul vieții economice a activului) este achiziționat la un preț de 30.000 RON. Conform normelor contabile costul de 30.000 RON trebuie să fie repartizat pe durata de amortizare a

activului care să presupunem că este tot de cinci ani. În cazul amortizării liniare vor exista cinci tranșe egale de 6000 RON în fiecare an (cota de amortizare anuală). Prin urmare, din perspectiva financiară costul activului reprezintă un flux de numerar negativ ocazionat de achiziționarea sa, adică 30.000 RON și nu o serie de cote de amortizare (fluxuri) anuale în sumă de 6.000 RON/an.

În figura 2.3 este prezentat un exemplu de cont de rezultate sau situație financiară pentru firma ELECTRON S.A, pentru anului 2009.

ELECTRON S.A.
SITUAȚIA FINANCIARĂ
anul 2009 [mii RON]

Elemente de calcul	Sold
Venituri totale din exploatare (operaționale)	2256
Costul bunurilor vândute	1377
Cheltuieli administrative, marketing și vânzări	327
Amortizare	89
<i>Venituri nete din exploatare</i>	463
Alte venituri	19
<i>Profit înainte de dobânzi și de impozit (EBIT)</i>	482
Cheltuieli cu dobânzile	56
<i>Profit înainte de impozitare - EBT (profit brut)</i>	426
Impozit (i=16%)	68.16
<i>Profit net (PN)</i>	357,84
Câștiguri reținute de firmă	157,84
Dividende	200

Fig. 2.3 Situația financiară a firmei ELECTRON S.A.

Situația veniturilor așa cum este ea prezentată în figura 2.3 conține mai multe secțiuni. Prima secțiune reflectă veniturile și cheltuielile firmei din activitățile de exploatare sau operaționale. Un rezultat foarte important este câștigul înainte de plata dobânzilor și a impozitelor, adică **EBIT**. O altă secțiune este dedicată costurilor și veniturilor financiare. Ultimul rezultat al situației financiare foarte important pentru proprietarii de capitaluri este *profitul net*.

În cazul societăților pe acțiuni profitul net este în mod frecvent exprimat sub forma de *câștiguri pe acțiune*. Câștigurile pe acțiune și *dividende pe acțiuni* se pot determina folosind următoarele formule:

$$\text{Câștigul pe acțiune} = [\text{Profit net}] / [\text{Numărul total de acțiuni}] \quad (2.2)$$

$$\text{Dividende pe acțiune} = [\text{Dividende}] / [\text{Numărul total de acțiuni}] \quad (2.3)$$

Prin aplicarea formulelor (2.2) și (2.3) și folosind rezultatele prezentate în situația financiară din figura 2.3, considerând un număr de acțiuni emise și aflate la acționari de 2000

acțiuni, se obțin următoarele rezultate: câștigul pe acțiune este de 0,179 RON/acțiune și dividende pe acțiune 0,1 RON/acțiune.

2.3 IMPOZITE, TAXE ȘI ECONOMII FISCALE

Impozitele și taxele care compun sistemul fiscal se pot clasifica conform structurii bugetului de stat și a bugetelor locale. În clasificarea bugetară, impozitele, taxele și celelalte venituri bugetare se prezintă sub forma următoarei structurii:

A. Venituri curente:

A.1 Venituri fiscale

- **Impozite directe**
- **Impozite indirecte**

A.2 Venituri nefiscale

B. Venituri din capital

Impozitele directe sunt plătite de contribuabil în cunoștință de cauză și pot cuprinde:

- ✓ Impozitul pe profit
- ✓ Impozitul pe venitul din salarii
- ✓ Impozitul pe clădiri
- ✓ Impozitul și taxa pe teren
- ✓ Taxa asupra mijloacelor de transport
- ✓ Etc.

Impozitele indirecte sunt suportate, în general, de consumatorul final prin intermediul prețurilor produselor și tarifele lucrărilor și serviciilor, de exemplu:

- ✓ TVA
- ✓ Accize (taxe speciale de consumație)
- ✓ Taxe vamale
- ✓ Etc.

Veniturile nefiscale cuprind, în principal, vărsăminte din profilul net al regiilor autonome, vărsăminte de la instituțiile publice etc., și diverse venituri, ca de exemplu, venituri din aplicarea prescripției extinctive, venituri din amenzi etc.

Veniturile din capital cuprind veniturile obținute din valorificarea unor bunuri ale instituțiilor publice, venituri din valorificarea rezervei de stat și de mobilizare, venituri din vânzarea activelor imobilizate în cadrul procesului de restructurare economică. Facilitățile fiscale se referă la scutiri, reduceri, bonificații, amânări și eşalonarea plăților la buget acordate pentru obligațiile fiscale curente, cât și pentru cele restante.

Accizele reprezintă taxe speciale de consumație care se datorează bugetului de stat pentru anumite produse. Cotele de impunere sunt stabilite în sume fixe reprezentând accize specifice datorate pe produse și grupe de produse exprimate în echivalent euro pe unitatea de măsură. De exemplu, pentru uleiurile minerale acciza se determină aplicând relația $A=K \times R \times Q$, unde A este cuantumul accizei, K accizele unitare (euro), R cursul de schimb (lei/euro) și q cantitatea exprimată în tone.

Taxa pe valoarea adăugată (TVA) este un impozit indirect, adică un impozit general de consum, care se stabilește asupra operațiunilor privind transferul bunurilor și prestările de servicii cu plată sau asimilat acestora. Practic, TVA este un impozit neutru, unic, dar cu plată fracționată. Faptul că plata este fracționată rezultă din aceea că se calculează pe fiecare verigă care intervine în realizarea și valorificarea produsului.

TVA se caracterizează prin *transparență*, întrucât asigură fiecărui subiect impozabil posibilitatea de a cunoaște exact și corect care este mărimea impozitului și a obligației de plată ce-i revine. În plus, aplicarea TVA se face numai în țara în care produsul se consumă și nu acolo unde se realizează. În consecință, tot ceea ce se exportă este degrevat complet de plata acestui impozit, dar ceea ce se importă se impozitează în mod corespunzător.

Valoarea adăugată reprezintă diferența dintre încasările obținute din vânzarea bunurilor sau prestarea serviciilor și plățile efectuate pentru bunuri și servicii aferente aceluiași stadiu al circuitului economic. Cota standard de impunere, valabilă în România în 2010, este TVA=19%.

Impozitul pe profit se plătește trimestrial, până la data de 25 inclusiv a primei luni din trimestrul următor, cu excepția BNR și a persoanelor juridice străine care efectuează plăți lunar. Cota actuală de impozitare este cota unică egală cu 16% din profitul impozabil.

2.4 CAPITALUL DE LUCRU NET

Surplusul de surse permanente, degajat de ciclul de finanțare al investițiilor și folosit pentru finanțarea activelor curente reprezintă **capitalul de lucru net (CLN)** al companiei. Practic, capitalul de lucru net este egal cu fondul de rulment (FR) și cu activele curente nete (ACRn). Relația de calcul este următoarea:

$$CLN = FR = [Capitaluri proprii + Datorii pe termen lung] - Imobilizări nete (fără amortizări)$$

Capitalul de lucru net mai poate fi calculat și ca o diferență dintre activele curente și pasivele curente, adică el este egal cu acele active curente (ACR) care depășesc pasivele curente (PC):

$$CLN = FR = ACRn = ACR - PC \quad (2.4)$$

Creșterea activelor curente nete (ACRn) reflectă alocarea unei părți din profitul nerepartizat sub formă de dividende și din majorarea de capitaluri proprii prin creșterea activelor curente nete (stocuri, creanțe și lichidități).

Practic, politica aferentă capitalului de lucru constă în identificarea de soluții pentru următoarele probleme: cât de mult o firmă trebuie să investească în fiecare categorie de active curente și cum trebuie să-și finanțeze aceste alocări. Două dintre tipurile majore de pasive curente, creditul comercial și obligațiile curente ale firmei (cum sunt salariile) sunt foarte convenabile, flexibile și ieftine. În plus, toate firmele vor utiliza creditul pe termen scurt, atunci când au nevoi temporare de fonduri.

Trebuie să facem diferența dintre pasivele curente care sunt utilizate în mod special la finanțarea activelor curente și cele care reprezintă tranșe din datoria pe termen lung care au ajuns la scadență sau finanțarea activelor fixe. În plus, valoarea activelor curente variază odată cu modificarea cifrei de afaceri a firmei.

Fondurile pentru investiții și cele pentru exploatare sunt gestioante global prin CLN astfel încât firma să aibă flexibilitatea necesară pentru a aloca fondurile în funcție de nevoile sale de finanțare. De exemplu, relația dintre creșterea cifrei de afaceri și necesitatea finanțării activelor curente este directă și relativ strânsă. Este clar că o firmă aflată în dezvoltare va avea nevoie de numerar suplimentar pentru a fi imediat investit în efectele comerciale de primit, stocuri și alte active curente. Atunci când firma atinge capacitatea maximă sunt necesare fonduri și pentru investiții în active fixe. Noile investiții trebuie să fie finanțate, iar finanțarea aduce cu sine

obligații referitoare la onorarea datoriilor și rambursarea capitalului obținut. În plus, o firmă aflată în dezvoltare se poate confrunta cu probleme majore de flux de numerar.

Capitalul de lucru net are două componente cheie: (1) nevoia de capital de lucru (**NCLN**) și trezoreria netă (**TN**). Nevoia de capital de lucru are rolul de a asigura desfășurarea operațiunilor firmei în mod continuu (aprovizionare, producție și desfacere). **Trezoreria netă** este diferența dintre capitalul de lucru și nevoia de capital de lucru, respectiv excedentul sau deficitul de trezorerie. Activele financiare aferente trezoreriei sunt *investițiile financiare pe termen scurt* (acțiuni, obligațiuni etc.) și *efecte comerciale de încasat* (cambii, bilete la ordin, cecuri etc.). Trezoreria netă asigură echilibrul general printr-un stoc de trezorerie care menține compania într-o capacitate permanentă de plată, atât pentru investiții cât și pentru exploatare. Relația de calcul este următoarea:

$$\mathbf{ACRn = CLN = NCLN + TN} \quad (2.5)$$

Finanțarea ciclului de exploatare (stocuri și creanțe) este asigurată, în cea mai mare parte din surse temporare (furnizori, buget, credite pe termen scurt etc.). nevoia de capital de lucru exprimă necesitatea realizării echilibrului financiar pe termen scurt dintre necesarul și resursele de capitaluri curente (circulante).

$$\mathbf{NCLN = (Stocuri + Creanțe) - Pasive curente} \quad (2.6)$$

Dacă firmă are un capital de lucru net mai mare decât NCLN, atunci excedentul de finanțare se regăsește sub forma unei *trezorerii nete*, concretizată în disponibilități bănești în conturi bancare și în casă sau în investiții financiare pe termen scurt (acțiuni, obligațiuni și alte valori mobiliare deținute pe termen sub un an pentru valorificarea excedentului de trezorerie).

2.5 FLUXURI DE NUMERAR (CASH-FLOW)

Cash-ul reprezintă trezoreria netă, lichidități, disponibilități bănești și este mai cunoscut sub numele de **numerar**. Există două forme de exprimare a cash-ului: cash efectiv și cash echivalent. *Cash-ul efectiv* se referă la disponibilitățile bănești în casă și în conturile bancare curente, valorile de încasat (cecuri și efectele comerciale depuse la bănci), creditele bancare pe termen scurt și dobânzile aferente disponibilităților și creditelor acordate de bănci în conturile curente. *Cash-ul echivalent* vizează disponibilitățile cvasilichide ca acțiuni deținute la companii afiliate, obligațiuni emise și răscumpărate, obligațiuni achiziționate și alte valori mobiliare achiziționate pentru a obține un profit pe termen scurt.

Creșterea trezoreriei nete reprezintă un flux de trezorerie, denumit cash-flow (**CF**). Adică, cash-flow-ul reprezintă variația (fluxul) trezorerie nete (**ΔTN**) realizată într-un exercițiu financiar. Ca și cash-ul, cash-flow-ul sintetizează variațiile ocazionate de operațiunile companiei atât cele de gestiune cât și cele de capital.

În situația în care o companie nu realizează investiții și nu are finanțări atrase, iar decalajele dintre încasări și cele dintre plăți ar fi egale, atunci singurele surse de creștere a trezoreriei nete sunt profitul net și amortizarea. Prin urmare, cash-flow-ul este alcătuit din trei componente: (1) cash-ul din exploatare generat de activitățile operaționale curente ale firmei și este egal cu suma dintre profitul net reinvestit și amortizări mai puțin variația NCLN, (2) cash-flow-ul din operațiunile de investiții și (3) cash-flow-ul din operațiunile de finanțare externe, cu capitaluri proprii și împrumutate (CPR și DAT TL). Prin urmare, o companie are trei cash-flow-

uri: unul de exploatare sau operațional, de investire și de finanțare: $CF = CF_{oper} + CF_{invest} + CF_{finan}$.

Un CF pozitiv exprimă o creștere a capacității reale de autofinanțare a investițiilor și o maximizare a averii proprietarilor. În cazul în care $CF < 0$ se semnalează o diminuare a capacității reale de autofinanțare a investițiilor și, implicit, o diminuare a activului net real și o reducere a valorii proprietății.

O altă modalitate de cuantificare a cash-flow-ului se bazează pe variația capitalului de lucru și a nevoii de capital de lucru: $CF = \Delta CLN - \Delta NCLN$.

O situație a fluxurilor de numerar ajută managementul firmei să explice schimbările survenite în cash-ul și cash-ul echivalent. Se știe că valoarea unei firme este abilitatea acesteia de a genera fluxuri financiare. Pe termen lung cash-flow-ul va fi egal cu profitul net, dar pe termen scurt cele două mărimi sunt cel mai frecvent diferite.

Fluxul de numerar din activitățile de exploatare sau de operare. Se începe cu venitul net. Aceasta se poate obține din contul de rezultate (situația financiară) și este egal cu 320 mii RON. La acest venit net se adaugă cheltuielile non-monetare și se fac ulterior ajustări pentru a reflecta schimbările în activele curente și obligații. Rezultatul este fluxul de numerar din activitățile de operare prezentat în figura 2.6.

ELECTRON S.A
Cash-flow din exploatare
2009

ELEMENTE DE CALCUL	mii RON
	SOLD
Venit net	320
Amortizare	90
Taxe amânate	20
Variația activelor și a obligațiilor	
Creanțe	-14
Stocuri	8
Furnizori	6
Altele	-2
Fluxul de numerar generat de activitățile de operare	

Fluxul de numerar din activități de investiții. Acest flux generat de activitățile de investiții cuprinde schimbări în activele de capital: achiziția de active fixe și vânzarea de active fixe (rezultă cheltuielile de capital nete). În continuare este prezentat un exemplu.

ELECTRON S.A
Cash-flow din exploatare
2009

ELEMENTE DE CALCUL	mii RON
	SOLD
Achiziția de active fixe	-200
Vânzarea de active fixe	30
Fluxul de numerar din activități de investire	-170

Fluxul de numerar din activități financiare. Fluxul de numerar pentru și de la creditorii și proprietari cuprind schimbări în capitalul propriu și datorii. În continuare se prezintă un exemplu.

ELECTRON S.A
Cash-flow din exploatare

2009	mii RON
ELEMENTE DE CALCUL	SOLD
Plăți principal credit termen lung	-70
Câștiguri din vânzarea datoriei pe termen lung	98
Dividende	-48
Răscumparea acțiunilor	-6
Câștiguri din emisiuni de noi acțiuni	58
Fluxul de numerar din activitățile financiare	32

Situația contabilă a fluxurilor de numerar se obține prin adăugarea fluxului de numerar din exploatare, din activitățile de investire (operații de capital) și cele financiare și se prezintă în figura . Când se adună toate fluxurile de numerar se obține o modificare a rezultatului și anume.

ELECTRON S.A.
Situația fluxurilor de numerar
2009

2009	mii RON
ELEMENTE DE CALCUL	SOLD
A. Operațiuni (exploatare)	
• Venit net	320
• Amortizare	90
• Impozite amânate	20
Scimbări în active și obligații:	
✓ Creanțe	-14
✓ Stocuri	8
✓ Furnizori	6
✓ Altele	-2
FLUXUL DE NUMERAR TOTAL DIN OPERARE (EXPLOATARE)	428
B. Activități de investiții (operațiuni de capital)	
• Achiziții de active fixe	-200
• Vânzări de active fixe	30
FLUXUL DE NUMERAR TOTAL DIN ACTIVITAȚI DE INVESTIȚII	-170
C. Activități financiare:	
• Plăți principal credit pe termen lung	-70
• Câștiguri din vânzarea datoriilor pe termen lung	98
• Dividende	-48
• Răscumărare acțiuni	-6
• Câștiguri din emiterea de noi acțiuni	58
FLUXUL DE NUMERAR TOTAL DIN ACTIVITAȚI FINANCIARE	32
Variația nunerarului reflectată în bilanțul contabil	290

