

CAPITOLUL 8

PLANIFICAREA ȘI FINANȚAREA PE TERMEN SCURT

Activele curente sunt acele elemente de activ ce se așteaptă să fie convertite în cash într-un an de zile. Aceste active sunt reflectate în bilanțul contabil și contribuie direct la determinarea lichidității companiei. Prin lichiditate se înțelege ușurința cu care acestea sunt transformate în cash într-un timp și la un preț corespunzător.

Analog investițiilor în activele curente, firmele folosesc mai multe tipuri de obligații pe termen scurt, adică pasive curente. Pasivele curente sunt obligații ale firmei care trebuie onorate în maxim un an de zile sau în cadrul unui ciclu operațional.

Pentru a exemplifica importanța activelor curente să considerăm cazul companiei americane Wal-Mart. În ianuarie 2005, Wal-Mart a solicitat principalilor săi furnizori să folosească o nouă tehnologie pentru etichetarea produselor și anume folosirea etichetelor electronice **RFID** (Radio Frequency Identification) în locul codurilor de bare. Avantajul etichetării RFID este acela că ele pot fi citite de la distanță, astfel încât un întreg depozit poate fi scanat în câteva secunde. Vânzările care se bazează pe utilizarea acestei tehnologii se așteaptă să crească cu 70% anual.

Motivul pentru care se dorește înlocuirea rapidă a etichetelor cod de bară sunt următoarele: compania ar putea economisi 6,7 miliarde dolari din reducerea forței de muncă necesară pentru scanarea individuală a produselor, 600 milioane dolari din reducerea perioadelor în care se înregistrează o lipsă de articole în stoc, 575 milioane dolari din reducerea furturilor, 300 milioane dolari printr-o mai bună urmărire a fluxurilor reale de bunuri și 180 milioane dolari din reducerea stocurilor. Economii totale estimate de Wal-Mart, ca efect al utilizării tehnologiei de etichetare RFID, se estimează că vor atinge 8,35 miliarde dolari anual.

IBM are cam 26% din activele sale sub formă de creanțe. Deoarece activele curente constituie un procent relativ înalt din totalul activelor, în majoritatea afacerilor, este important ca firmele să aplice politici ale capitalului de lucru eficace.

Aceste exemple ilustrează modul în care un management corespunzător al activelor pe termen scurt, cum ar fi stocurile, poate avea un impact semnificativ asupra profitabilității companiei.

X.1 Ciclurile financiare și mecanismele de acumulare asociate

Managementul capitalului de lucru este cea mai importantă secțiune a managementului financiar. Relevanța lui derivă din ponderea ridicată, de peste 50%, a activelor și pasivelor curente din totalul bilanțului contabil al companiei. O altă cauză se referă la operațiunile ciclului de exploatare care prezintă un grad mare de rentabilitate și cu o reflectare imediată asupra situației financiare și, implicit, asupra rentabilității afacerii. În plus, datoriile pe termen scurt sunt din ce în ce mai importante pentru companie, în special cele de mărime mică sau medie care au cele mai ridicate rate de dobândă.

Stabilirea politicii capitalului de lucru înseamnă găsirea răspunsurilor la două întrebări: (1) cât de mult trebuie investit în fiecare categorie de active curente și (2) cum trebuie să fie finanțate aceste investiții. Două dintre pasivele curente, cum ar fi creditul comercial și obligațiile

curente (plata salariilor) sunt foarte convenabile, flexibile și ieftine. În plus, majoritatea firmelor utilizează creditul pe termen scurt atunci când au nevoie temporară de fonduri.

Metodele cunoscute folosite pentru măsurarea lichidității și a capitalului de lucru, cum ar fi rata curentă, rata rapidă și capitalul de lucru net sunt de natură statică. **Ciclul de conversie a numerarului** este o metodă dinamică și reflectă nivelul activelor și pasivelor pe termen scurt, precum și perioadele de intrare și ieșire a numerarului.

Stocurile reprezintă cantitățile fizice de materiale, componente, semifabricate, produse necesare fiecărei faze a ciclului de exploatare (aprovizionare, producție și desfacere). Există mai multe tipuri de stocuri: (1) *stocurile de intrare* cum sunt cele cu materiile prime, piese sau componente, (2) *stocurile de producție neterminată* (stocuri intermediare) și (3) *stocurile de produse finite*. Caracterul continuu al producției și desfacerii i se opune, din motive economice, caracterul discontinuu al aprovizionărilor.

Creanțele (accounts receivable) reprezintă sumele de încasat ale companiei rezultate din vânzarea de produse sau/și servicii, care au o anumită scadență de încasare. În funcție de scadență creanțele pot fi cu *scadență imediată* sau cu *plata la vedere* în numerar (cash) sau după un anumit număr de zile de decontare a facturilor (câteva zile) și cu *încasare la termen* sau cu *plata la termen* după o perioadă de timp convenită între părți (vânzători, cumpărători). Termenele de 30, 60 și 90 zile sunt cele mai uzuale, dar pot fi convenite și alte perioade mai mari de timp, chiar peste un an.

În practică, pot să apară situații în care creanțele sunt încasate cu întârziere față de normal sau existența de clienți insolvari care nu mai pot fi încasați. Este vorba de comportamentele incorecte în piață sau apariția unor situații de insolabilitate sau lichidare pentru anumiți clienți.

O companie pentru realizarea obiectivelor pentru care a fost înființată trebuie să își constituie o structură patrimonială adecvată alcătuită din active fixe și curente (circulante) necesare pentru producția de bunuri materiale sau furnizarea de servicii. În acest sens, la nivelul companiei se configurează un flux real de bunuri și servicii din economie către companie și un flux financiar invers, format din capitalul propriu și/sau împrumuturi.

Fluxul real nu poate exista decât în urma unor acumulări prealabile de bunuri și bani ce se află în stocuri la diferiți agenți economici. Crearea de imobilizări și stocuri la o companie are ca efect modificarea structurii imobilizărilor și stocurilor la agenții economici furnizori de elemente patrimoniale. Practic, se configurează un flux real către companie și un flux financiar invers către agenții furnizori. În felul acesta, furnizorii înregistrează o conversie a imobilizărilor și a stocurilor reale (mașini, componente, materii prime, subansambluri etc.) în imobilizări și stocuri financiare (lichidități, creanțe, titluri de participație etc.) cedate de companie furnizorilor săi. Activitățile companiei vor genera fluxuri compensatorii reale și financiare, iar relațiile dintre fluxuri și stocuri sunt fundamentele mecanismelor financiare.

Valoarea activelor curente variază odată cu variația cifrei de afaceri. Astfel, managementul capitalului de lucru este un proces dinamic. În cazul firmelor mici, deși acestea pot să facă investiții minime în active fixe, prin închirierea acestora sau prin contractele de leasing, ele nu pot evita contul curent, efectele comerciale de primit sau stocurile. Totuși, deoarece firmele mici au acces relativ limitat la piețele de capital pe termen lung, ele trebuie, în mod necesar să se bazeze pe creditul comercial și împrumuturile bancare pe termen scurt. Amândouă creditele pot afecta valoarea capitalului de lucru net prin creșterea valorii pasivelor curente.

Ciclul fluxului de numerar este un aspect important al managementului capitalului de lucru și se referă la finanțarea creșterii activelor curente odată cu creșterea cifrei de afaceri, pe măsură ce afacerea se dezvoltă. Creșterea economică înseamnă pentru o firmă o nevoie de numerar suplimentar pentru a fi investit în efectele comerciale de primit (facturi de încasat), în stocuri și alte active curente, iar în cazul în care se atinge capacitatea maximă sunt necesare fonduri și pentru investiții în activele fixe. Noile investiții necesită finanțare, iar aceasta aduce cu sine obligații ce se referă la onorarea datoriilor și rambursarea capitalului obținut.

Ciclul financiar reprezintă totalitatea operațiilor care se produc din momentul transformării numerarului (lichidități proprii sau împrumutate) în immobilizări și stocuri, conversia lor în bunuri sau/și servicii, până când rezultatele conversiei sunt transformate din nou în numerar. Practic, ciclul financiar cuprinde o succesiune de modificări ale stocurilor reale, datorate unor fluxuri reale, până la formarea stocului de creanțe-clienți care poate fi transformat în bani. În felul acesta se recuperează capitalul financiar avansat inițial și se poate obține un surplus monetar.

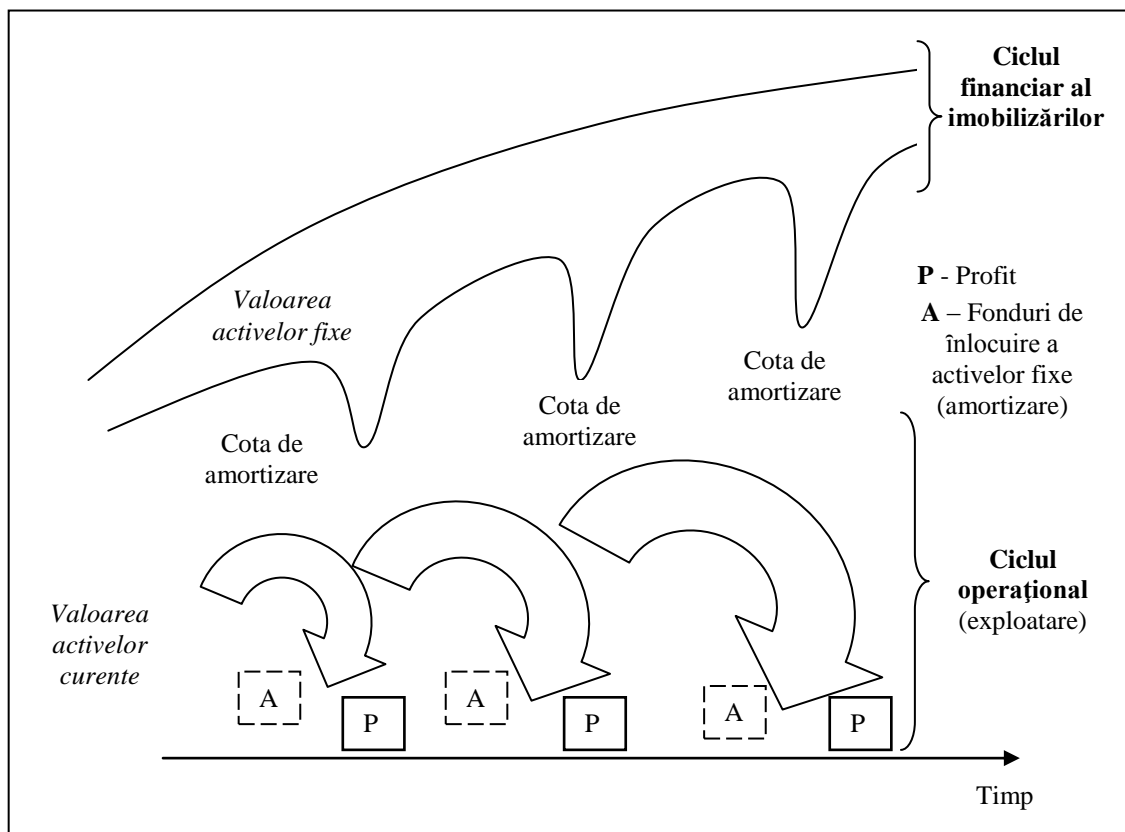


Fig.1 Ciclurile financiare și mecanismele de acumulare asociate (profit și amortizare)

În funcție de structura de exploatare a companiei se pot distinge *cicluri financiare lungi* specifice capitalurilor fixe și *cicluri financiare scurte* pentru activele curente (capitaluri circulante). Ciclurile financiare ale immobilizărilor sunt de mărimi diferite în funcție de natura acestora și de caracterul amortizabil sau neamortizabil. Practic, ciclul financiar al immobilizărilor se suprapune peste mai multe cicluri de exploatare ale capitalurilor circulante și prin care se

recuperează capitalul financiar avansat în imobilizări (amortizări acumulate). O diagramă a acestor tipuri de cicluri și a consecințelor lor este prezentată în figura 1.

Investiția în imobilizări este completată cu investirea în activele curente necesare pentru producția de bunuri sau furnizarea de servicii. În sectorul producției materiale capitalul investit este folosit pentru obținerea de materii prime în vederea fabricației de bunuri materiale. În comerț, capitalul este investit pentru achiziționarea de mărfuri cu scopul revânzării lor cu amănuntul pe piață. În sectorul de servicii, capitalul este folosit pentru obținerea de informații, materiale consumabile, întreținerea echipamentelor și plata manoperei pentru furnizarea de servicii. Practic, un ciclu operațional sau de exploatare începe cu aprovizionarea pentru formarea stocurilor și se încheie cu încasarea clienților pentru vânzările efectuate.

Dacă analizăm structura bilanțului contabil se observă că o modalitate de a determina cash-ul constă în folosirea relației următoare: $Capitalul\ de\ lucru\ net + Active\ fixe = Datorii\ pe\ termen\ lung + Capital\ propriu$. Se știe că formula de calcul a capitalului de lucru net are următoarea structură: $Capitalul\ de\ lucru\ net = Cash + Alte\ active\ curente - Obligații\ curente$. Folosind aceste două relații prin substituție se obține relația 8.1:

$$Cash = Datorii\ pe\ termen\ lung + Capital\ propriu - Active\ fixe - Capitalul\ de\ lucru\ net\ (mai\ puțin\ cash-ul) \quad (8.1)$$

Pentru a putea determina cash-ul și modul în care acesta contribuie la dezvoltarea afacerii este necesar să fie realizată o situație a fluxurilor de numerar. În tabelul 1 este prezentat un astfel de exemplu prin menționarea surselor și utilizărilor de cash.

Tabel 1. Surse și utilizări de cash în cazul firmei SOLARTECH

		mii RON
ELEMENTE DE CALCUL		SOLDURI
SURSE DE CASH		
<i>Fluxul de numerar din operare (exploatare):</i>		
• Profit net		1200
• Amortizare		420
<i>Fluxul de numerar total din operare</i>		1620
<i>Reducerea capitalului de lucru net:</i>		
• Creșterea soldului furnizori		280
• Creșterea soldului credite bancare pe termen scurt		325
• Creșterea soldului impozite și taxe datorate bugetului de stat		267
• Creșterea soldului salarii datorate personalului angajat		340
TOTAL SURSE DE CASH		2832
UTILIZĂRI DE CASH		
Creșterea soldului active fixe		1100
Dividende		430
<i>Creșterea capitalului de lucru net:</i>		
• Investiții în stocuri		380
• Creșterea soldului de creanțe		280
• Creșterea soldului de titluri de valoare		642
TOTAL UTILIZĂRI DE CASH		

Din relația 8.1 se poate observa că o creștere a datoriilor pe termen lung sau a capitalului propriu poate conduce la o creștere a soldului de cash. Pe lângă acestea, scăderea capitalului de

lucru net sau a activelor fixe va conduce la o creștere a cash-ului. În plus, suma venitului net și amortizarea crește cash-ul, pe când plata dividendelor va reduce cash-ul.

X.2 Ciclul de conversie a numerarului

Managementul ciclului fluxului de numerar este esențial pentru companie și este alcătuit din *ciclul operațional* și *ciclul de plăți* care împreună determină *ciclul de conversie a numerarului*.

Ciclul operațional se referă la perioada de conversie a stocurilor, definită ca fiind perioada de timp necesară pentru conversia materiilor prime în produse finite și apoi vânzarea acestora pe piață și la perioada de conversie a efectelor comerciale de primit.

Practic, ciclul operațional reprezintă o succesiune de stocuri aflate în diferite faze ale transformării și de valori crescătoare pe unitatea de stoc. Valoarea unei unități de stoc este crescătoare, pe măsura înaintării în ciclul operațional, la valoarea inițială se adaugă cheltuielile de stocare și cele de prelucrare până la încasarea efectivă a creanțelor de la clienți. Pe parcursul procurării, păstrării, prelucrării și circulației acestor stocuri se generează cheltuieli care determină „*Nevoia de finanțare a ciclului operațional – NFCO*”.

Formula de calcul a perioadei de conversie a stocurilor este următoarea:

$$\text{Perioada de conversie a stocurilor} = \frac{365}{\frac{\text{Costul bunurilor vândute}}{\text{Stocul mediu}}}$$

De exemplu, dacă firma PRODCOM are un cost al bunurilor vândute de 10 milioane RON/an, iar valoarea medie a stocurilor este de 300.000 RON, atunci perioada de conversie a stocurilor este de $365/33,33 = 11$ zile. Astfel, în medie, între momentul achiziționării materiilor prime și cel al vânzării produselor finite există o perioadă de 11 zile.

Perioada de conversie a efectelor comerciale de primit este un indicator al perioadei medii de transformare a efectelor comerciale de primit în numerar. Această mărime se determină prin calculul perioadei medii de colectare folosind următoarea formulă:

$$\text{Perioada medie de colectare} = \frac{\text{Efectele comerciale de primit (creanțe)}}{\frac{\text{Vânzări pe credit}}{365}}$$

De exemplu, să admitem că PRODPLAST are o vânzări pe credit (creanțe) de 10 milioane RON și un sold mediu al efectelor comerciale de primit (creanțe) de 480.000 RON, atunci perioada de colectare a efectelor comerciale de primit se determină astfel: $480 / 10.000.000/365 = 17,53$ zile. Astfel, este nevoie de aproximativ 18 zile, după efectuarea unei vânzări, pentru a se încasa contravaloarea produselor vândute.

Suma perioadei de conversie a stocurilor și cea a efectelor comerciale de primit formează ciclul operațional. Prin urmare, ciclul operațional este o măsură a perioadei de timp care trece de la achiziționarea materiilor prime, componentelor sau subansamblurilor necesare fabricației bunurilor materiale și colectarea în numerar a contravalorii produselor vândute. Pe toată această perioadă, firma trebuie să finanțeze achiziționarea de materii prime, producția de bunuri, stocurile de produse finite și efectele comerciale de primit.

Ciclul de plăți. Ciclul operațional vizează perioadele intrărilor de numerar, dar neglijează pe cele de ieșire de numerar – atunci când firma trebuie să plătească pentru achiziționarea materiilor prime sau pentru folosirea forței de muncă. Practic, necesarul de finanțare al unei firme este influențat de capacitatea acesteia de a întârzia plățile, prin cumpărarea de materii prime pe credit sau prin plata salariilor sau a impozitelor. Cu cât este posibil să se întârzie mai mult plățile, cu atât presiunea asupra finanțării fluxului operațional se reduce. Cu toate acestea, intrările și ieșirile de numerar sunt greu de sincronizat și vor exista perioade când finanțarea externă este necesară.

O modalitate de a cuantifica perioada de întârziere a plăților constă în determinarea perioadei medii între achiziționarea materiilor prime și angajarea forței de muncă și plata în numerar a acestor angajamente. Valoarea efectelor comerciale de plătit este egală cu suma dintre efectele comerciale de plată și salarii, beneficii și impozite de plată. Costul mediu al bunurilor vândute zilnic este egal cu suma dintre costul vânzărilor și cheltuielile administrative și vânzări. Formula de calcul este următoarea:

$$\text{Perioada de întârziere a plăților} = \frac{\text{Valoarea efectelor comerciale de plătit}}{\text{Costul mediu al bunurilor vândute zilnic}}$$

Ciclul de conversie a numerarului ține cont de toate cele trei perioade definite mai înainte și este egal cu perioada de timp necesară pentru ca toate cheltuielile de numerar ale unei firme efectuate pentru achiziționarea factorilor de producție să fie recuperate tot sub formă de numerar, din vânzările realizate. Astfel, ciclul de conversie a numerarului măsoară intervalul de timp în care firma are fonduri blocate în capitalul de lucru. Formula de calcul a ciclului de conversie a numerarului este următoarea: "**Ciclul de conversie a numerarului = Ciclul operațional – Ciclul de plăți**". În schimb, "**Ciclul de conversie a numerarului = Perioada de conversie a stocurilor + Perioada de conversie a efectelor comerciale de primit – Perioada de întârziere a plăților**". În figura 2 este ilustrat conceptul ciclului de conversie.

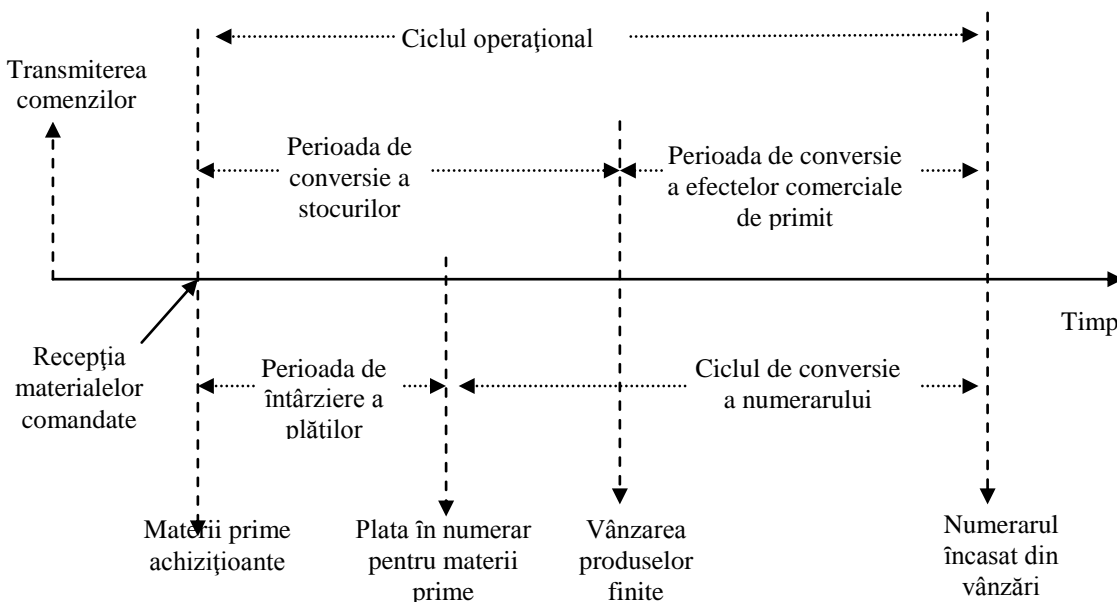


Fig. 2 Ciclul de conversie a numerarului

Finanțarea pe termen scurt se referă la activitățile de operare pe termen scurt ale firmei. Aceste activități crează modelele de ieșire și intrări de numerar care sunt incerte și aleatoare. Fluxurile nu sunt sincronizate între ele deoarece plata pentru materiile prime nu se produce în același timp când sunt încasate facturile pentru mărfurile vândute. Ele sunt incerte, deoarece vânzările viitoare și costurile aferente nu sunt cunoscute cu certitudine.

În practică, perioada de stocar, cea de încasare creanțe și plata furnizorilor sunt exprimate în zile. Pentru exemplificare să considerăm cazul firmei STAR SA. În figura 3 este prezentat în format normal bilanțul contabil și contul de profit sau pierdere ale acestei firme. Se poate determina ciclul operațional și cel de conversie a numerarului după calculul ratelor corespunzătoare stocurilor, creanțelor și efectelor comerciale de plată.

STAR SA			CONTUL DE REZULTATE		
BILANȚ CONTABIL				2009	
Decembrie 31, 2008 și 2009		mii RON		mii RON	
<i>Elemente de calcul</i>	2008	2009	<i>Elemente de calcul</i>	SOLD	
ACTIVE			VÂNZĂRI	3100	
<i>Active curente:</i>			Costul bunurilor vândute	2130	
• Cash	91	101	Amortizare	310	
• Creanțe	138	149	EBIT	660	
• Stocuri	246	287	Dobândă	120	
<i>Total active curente</i>	478	537	Profit brut (EBT)	540	
<i>Active fixe</i>			Impozit (i=16%)	86,4	
• Imobilizări nete	1871	1921	Profit net:	453,6	
TOTAL ACTIVE	2346	2458	<i>Dividende</i>	<i>313,6</i>	
PASIVE			<i>Profit reținut</i>	<i>140</i>	
<i>Pasive curente</i>					
• Efecte comerciale de plată	312	344			
• Credite pe termen scurt	318	468			
<i>Total pasive curente</i>	638	812			
<i>Împrumuturi pe termen lung</i>	1038	958			
<i>Capital propriu</i>					
• Capital social	480	480			
• Profit reținut	120	140			
• Rezerve	30	30			
• Provizioane reglementate	40	38			
<i>Total capital proriu</i>	670	688			
TOTAL PASIVE	2346	2458			

Fig. 3 Bilanțul contabil și contul de rezultate ale companiei STAR SA (format normal)

Pentru început să considerăm stocurile companiei. Stocul mediu se determină folosind datele din figura 3 în felul următor: $stoc\ mediu = [246 + 287] / 2 = 266,5$ mii RON. În continuare se calculează viteza de rotație a stocurilor folosind relația: $rotația\ stocurilor = [costul\ bunurilor\ vândute] / [stocul\ mediu] = 2.130 / 266,5 = 7,99$ ori. Acest rezultat înseamnă că stocurile sunt rotite

de 7,99 ori într-un an. În final, se determină rotația stocurilor exprimată în zile: *rotația stocurilor* = $365/7,99 = 46$ zile. Astfel, perioada medie de conversie a stocurilor este de 46 de zile.

În mod analog se fac calculele pentru soldul mediu al creanțelor și anume: *soldul de creanțe mediu* = $[138 + 149] / 2 = 143,5$ mii RON. Rotația medie a creanțelor se determină folosind relația: *rotația medie a creanțelor* = $[vânzări pe credit] / [soldul creanțelor medii] = 3100/143,5 = 21,6$ ori (am considerat că toate vânzările firmei sunt la termen). Atunci, rotația creanțelor exprimată în zile se determină astfel: $365/21,6 = 17$ zile.

Soldul mediu al efectelor comerciale de plată se determină astfel: $[312+344]/2=328$ mii RON. *Perioada de întârziere a plăților* se calculează cu formula următoare: $[costul bunurilor vândute]/[soldul mediu al efectelor comerciale de plată] = 2130/328 = 6,5$ ori. Perioada medie de întârziere a plăților exprimată în zile se determină astfel: $365/6,5 = 56,2$ zile.

Aceste calcule ne permit să calculăm atât ciclul operațional cât și ciclul de conversie al numerarului. Astfel, *ciclul operațional* = *perioada de conversie medie a stocurilor (viteza de rotație medie a stocurilor) exprimată în zile* + *perioada medie de conversie a efectelor comerciale de primit exprimată în zile (perioada de conversie a creanțelor)* = 46 zile + 17 zile = 63 zile. *Ciclul de conversie al numerarului* = *ciclul operațional* – *perioada medie de întârziere a plăților* = 63 zile – 56,2 zile = 7 zile.

Ciclul de conversie a numerarului este mai lung în anumite industrii decât în altele datorită proceselor de producție și a practicilor industriale. De exemplu, compania americană Dell Computers produce la comandă, în felul acesta stocurile sale sunt foarte mici. În schimb, hipermarketingul CORA are un nivel al stocurilor mai ridicat. De reținut structura de active a companiei Boeing la care activele curente reprezintă numai 37% din total active. Această situație arată că activele fixe sunt dominante. O astfel de caracteristică se găsește în majoritatea companiilor cu investiții de capital majore cum sunt cele din domeniul telefoniei mobile Orange sau Vodafone.

X.3 Politicile capitalului de lucru

Utilizarea eficientă a capitalului de lucru înseamnă adoptarea de decizii cu privire la activele și pasivele curente ale companiei. Politicile capitalului de lucru prin efectul lor asupra veniturilor așteptate ale companiei și riscurile asociate acestor venituri în final au un impact asupra averii acționarilor. Politicile capitalului de lucru sunt esențiale pentru supraviețuirea și creșterea economică pe termen lung a companiei. Dacă, de exemplu, o companie nu are capitalul de lucru necesar să extindă producția și vânzările, ea poate pierde din venituri și profituri. Practic, o firmă trebuie să dețină suficient capital de lucru net pentru a putea face față obligațiilor sale curente.

Managementul capitalului de lucru este un proces continuu ce cuprinde mai multe operații și decizii zilnice ce determină următoarele: nivelul activelor curente, proporțiile datoriilor pe termen scurt și termen lung pe care firma le va angaja pentru finanțarea activelor sale, nivelul de investire în fiecare categorie de activ curent, sursele și combinația creditelor pe termen scurt pe care firma trebuie să le utilizeze.

Capitalul de lucru diferă de capitalul fix în privința timpului necesar pentru recuperarea investiției într-un anumit activ. În cazul capitalului fix sau al activelor pe termen lung (teren, clădiri și echipamente), o companie în mod obișnuit are nevoie de mai mulți ani pentru recuperarea investiției. În schimb, capitalul de lucru este rotit într-un ritm mult mai rapid. Practic,

investițiile în stocuri și creanțe, în mod obișnuit, sunt recuperate în timpul unui ciclu de operare normal când stocurile sunt vândute și creanțele încasate.

Riscul este probabilitatea ca o firmă să se confrunte cu dificultăți financiare, cum ar fi imposibilitatea acesteia de a-și plăti obligațiile scadente. Cu cât capitalul de lucru este mai mare cu atât riscul de a întâmpina dificultăți financiare este mai mic. Prin urmare, capitalul de lucru net este o măsură a riscului, poziția capitalului de lucru net al unei companii afectează abilitatea acesteia de a obține finanțare.

O politică a capitalului de lucru ține cont atât de nivelul de investire în aceste active cât și modul în care acestea sunt finanțate. În practică, firma trebuie să determine impactul comun al acestor două decizii asupra profitabilității și riscului asociat.

Mărimea și natura investiției în activele curente este o funcție ce depinde de mai mulți factori:

- Tipul de produse fabricate.
- Durata ciclului operațional.
- Nivelul vânzării, un volum al vânzărilor mai mare necesită investiții mai consistente în stocuri și creanțe.
- Politicile de creditare.
- Politicile aferente managementului stocurilor, de exemplu, nivelul stocului de siguranță menținut de firmă.
- Eficiența cu care firma gestionează activele curente.

Înainte ca managementul unei firme să decidă asupra nivelului corespunzător de investire în capitalul de lucru, el trebuie să evalueze opțiunea dintre profitabilitatea așteptată și riscul că nu va putea face față obligațiilor financiare. Profitabilitatea este măsurată prin raportul dintre profitul din operare (exploatare) și activele totale, adică $EBIT/Active\ totale$.

În figura 3 sunt prezentate trei variante de politici ale capitalului de lucru. Fiecare curbă reflectă relația dintre investiția firmei în activele curente și vânzările potențiale.

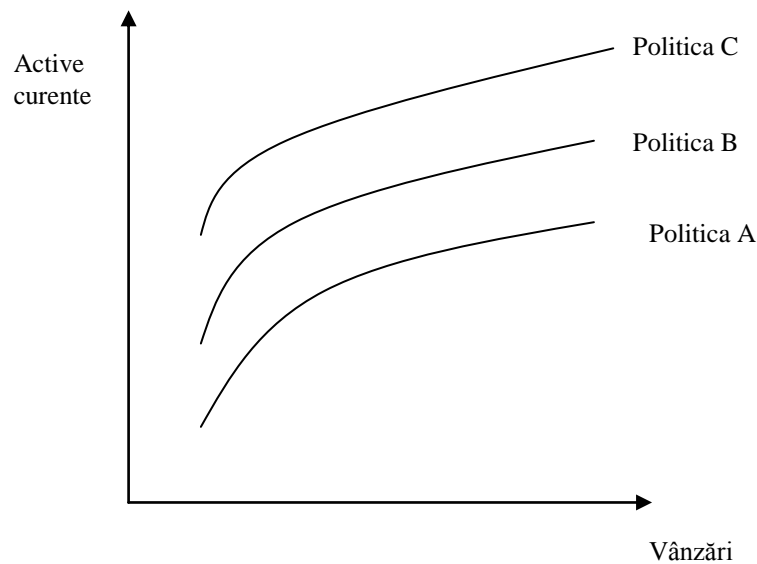


Fig. 3 Diferite politici de investire în capitalul de lucru

Politica C reprezintă o abordare *conservativă* a managementului capitalului de lucru. În cazul acestei politici, compania deține o proporție mare din activele sale totale sub formă de active curente. Deoarece rata veniturilor generate de activele curente, în mod normal, se consideră că este mai mică decât rata veniturilor generate de activele fixe, această politică va conduce la o profitabilitate așteptată mai redusă ca o măsură a ratei veniturilor pe total active. Dacă se consideră că obligațiile curente rămân constante, acest tip de politică, de asemenea, crește nivelul capitalului de lucru net al companiei, rezultând astfel un risc redus ca firma să se confrunte cu dificultăți financiare.

Politica A reprezintă o abordare *agresivă*. În această situație compania deține o fracțiune relativ mică din activele sale totale și astfel dispune de un capital de lucru net redus. Cum contribuția activelor curente la profitabilitate firmei este mică, rezultă că această politică produce o profitabilitate așteptată mai mare decât în cazul politicii C, dar și un risc mai ridicat ca firma să se confrunte cu dificultăți financiare.

În final, *politica B* reprezintă o abordare *moderată*. Cu această politică profitabilitatea așteptată și nivelele de risc se situează între cele ale politicilor C și A.

Pentru exemplificare să considerăm cazul unei companii care operează în domeniul transporturilor publice ce are trei filiale în localitățile Craiova, Brăila și Târgu-Jiu. În tabelul 2 sunt prezentate politicile de investire în capitalul de lucru (Craiova- agresivă, Brăila – moderată și Târgu-Jiu – conservatoare).

Tabelul 1. Profitabilitatea și riscul veniturilor generate de investiția în capitalul de lucru pentru trei filiale ale unei firme de transport public

[mil RON]

	Conservator (investiții relativ mari în active curente)	Moderat (investiții moderate în activele curente)	Agresiv (investiții relativ reduse în activele curente)
Active curente	46	42	32
Active fixe	28	33	31
Total active	74	75	63
Obligații curente	22	22	22
Vânzări prognozate	107	107	107
EBIT așteptat	18	18	18
Rata de rentabilitate așteptată [EBIT/Active totale]	24%	24%	28%
Capitalul de lucru net	24	20	10
Rata de lichiditate curentă [Active curente/ pasive curente]	209%	190%	145,5%

Politica agresivă va produce o rată de rentabilitate mai mare 28%, pe când politica conservatoare va genera o rată mai mică a rentabilității. Politica agresivă, de asemenea, va produce un capital de lucru net mai mic decât politica conservatoare.

Folosind capitalul de lucru net ca o măsură a riscului, politica agresivă este mai riscantă, iar cea conservativă este mai puțin riscantă. Rata de lichiditate curentă este o altă măsură a abilității firmei de a face față obligațiilor financiare. Politica agresivă va produce o rată de lichiditate curentă mai mică, iar politica conservativă va produce o rată de lichiditate curentă mai mare.

X.4 Nivelul optim al investiției în capitalul de lucru

Nivelul optim al investiției în capitalul de lucru este nivelul așteptat pentru maximizarea averii acționarilor. Acest nivel depinde de mai mulți factori ca variabilitatea vânzărilor și a fluxurilor de numerar sau gradul de operare și pârghia financiară pe care compania le aplică.

Proporția finanțării pe termen scurt și pe termen lung. Nu este suficient să se determine nivelul activelor curente ci trebuie determinată proporția finanțării pe termen scurt în comparație cu cea pe termen lung angajate pentru deținerea activelor curente. Această pondere a surselor de finanțare angajate este o decizie ce cuprinde opțiunea dintre profitabilitate și risc

Costul surselor. Sursele de finanțare în funcție de maturitate pot fi clasificate în *finanțări pe termen scurt* (cu o maturitate de un an sau mai puțin) și *pe termen lung* (maturitate mai mare de un an).

Structura ratelor dobânzii este definită ca o relație între ratele dobânzii și maturitatea sursei de finanțare. Istoric, ratele dobânzii pe termen lung în mod normal au depășit ratele pe termen scurt. Datorită flexibilității reduse a împrumuturilor pe termen lung comparativ cu cele pe termen scurt, *costul efectiv* al datoriilor pe termen lung poate fi mai mare decât costul datoriei pe termen scurt, chiar dacă dobânziile sunt egale sau mai mari decât ratele pe termen lung. În cazul datoriilor pe termen lung, o firmă trebuie să suporte cheltuieli cu dobânda chiar și în perioadele când ea nu are nevoie imediat de fonduri, ca în perioadele de recesiune sau cele sezoniere. În schimb, atunci când datoriile sunt pe termen scurt firma poate evita costurile cu dobânda pentru fondurile care nu sunt necesare prin achitarea lor. În concluzie, costul datoriei pe termen lung în general este mai mare decât datoriei pe termen scurt.

Riscul îndatorării pe termen scurt în comparație cu îndatorarea pe termen lung. Companiile care apelează la împrumuturi au atitudini diferite față de cei care împrumută fonduri în privința riscului îndatorării pe termen scurt și pe termen lung. Practic, cei care dau cu împrumut fonduri în mod normal percep riscul ca fiind crescător în funcție de maturitate, în schimb cei care împrumută fonduri apreciază că riscurile sunt mai mari când se împrumută pe termen scurt. Există două explicații ce susțin aceste percepții. Prima, există întotdeauna o anumită probabilitate ca o firmă să nu fie capabilă să refinanțeze datoria sa pe termen scurt. Când datoria unei firme ajunge la maturitate, aceasta o poate achita sau, când are nevoie, va aranja o nouă schemă de finanțare. De multe ori, la scadență, firma se poate confrunta cu probleme financiare și trebuie să-și refinanțeze datoria. Cu cât firma se confruntă mai des cu probleme financiare, cu atât mai mare va fi riscul de a nu putea obține finanțarea necesară.

A doua explicație, ratele dobânzii pe termen scurt prezintă o fluctuație mai mare în timp decât ratele dobânzii pe termen lung. Prin urmare, cheltuielile cu dobânda ale firmei și câștigurile așteptate după plata dobânzilor și a impozitelor sunt supuse unei variații mai mari (risc mai mare) în timp în cazul datoriei pe termen scurt decât cea pe termen lung.

Politici de finanțare alternative ale capitalului de lucru. Nevoia unei companii pentru finanțare este egală cu suma activelor fixe și curente. Activele curente pot fi divizate în următoarele două categorii: active curente permanente și active curente fluctuante. Activele curente fluctuante sunt cele afectate de vânzările ciclice sau sezoniere ale firmei. De exemplu, o firmă trebuie să facă investiții mai mari în stocuri și creanțe în timpul vârfurilor cererii. Activele curente permanente sunt acelea ce sunt ținute de companie, deoarece sunt necesare pe termen lung, de exemplu, stocurile de siguranță constituite pentru numerar sau materii prime. În figura 4 sunt prezentate nevoile de finanțare ale firmei în timp.

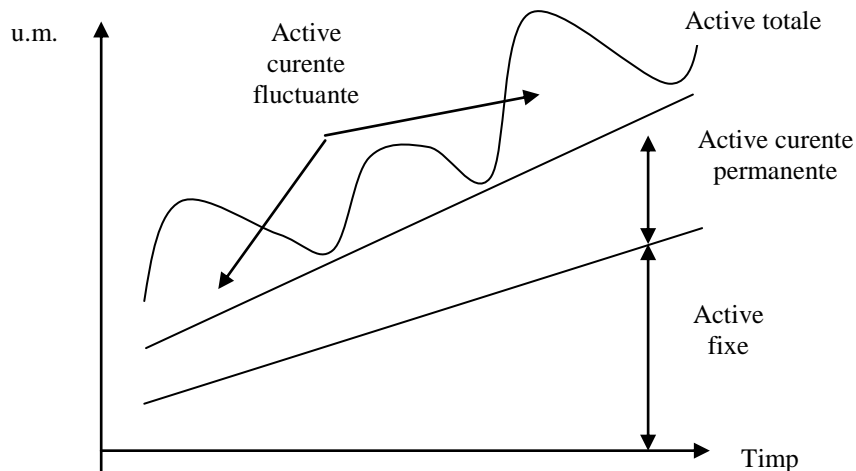


Fig. 4 Variația în timp a nevoii de finanțare a activelor

O modalitate în care o firmă poate să facă față nevoilor sale financiare constă în corelarea structurii datelor scadente ale obligațiilor firmei cu duratele economice ale activelor sale. Structura maturității pasivelor trebuie să corespundă exact cu viața economică a activelor sale.

În figura 5 se poate observa că activele fixe și cele curente permanente sunt finanțate din capitalul propriu și din împrumuturi pe termen lung, pe când activele curente fluctuante sunt finanțate prin împrumuturi pe termen scurt (datoriile pe termen scurt). În practică, această corelație între viața economică a activelor și finanțarea acestora este foarte greu de realizat.

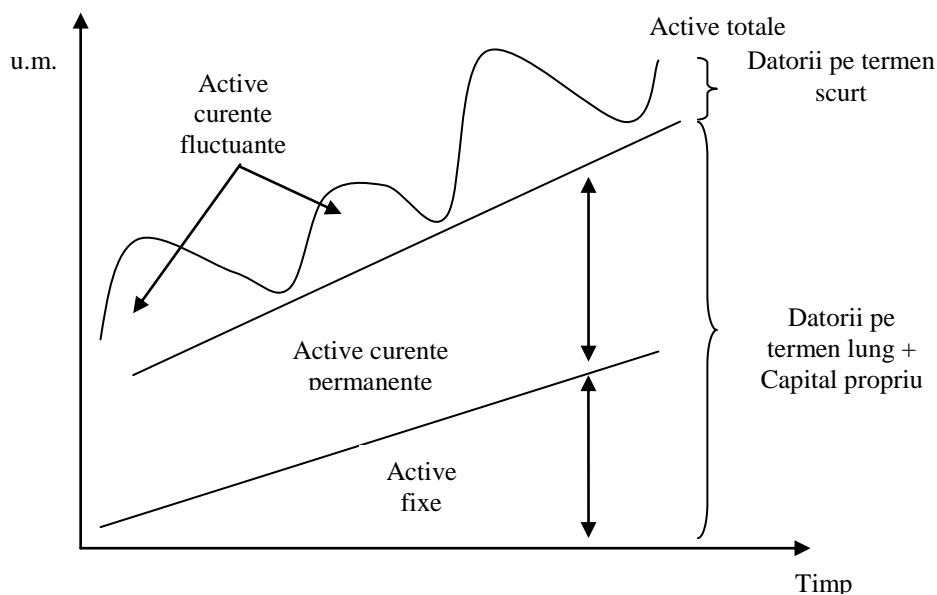


Fig. 5 Corelarea între viața economică a activelor și maturitatea surselor de finanțare

O abordare conservativă este prezentată în figura 6. În acest caz, este utilizată o îndatorare pe termen lung mai mare decât în abordarea agresivă sau moderată. Proporția relativ redusă a îndatorării pe termen scurt reduce riscul asociat cu fluctuația ratei dobânzii. Totuși, în același

timp, această abordare reduce veniturile așteptate disponibile pentru acționari, deoarece costul îndatorării pe termen lung este în general mai mare decât costul pe termen scurt.

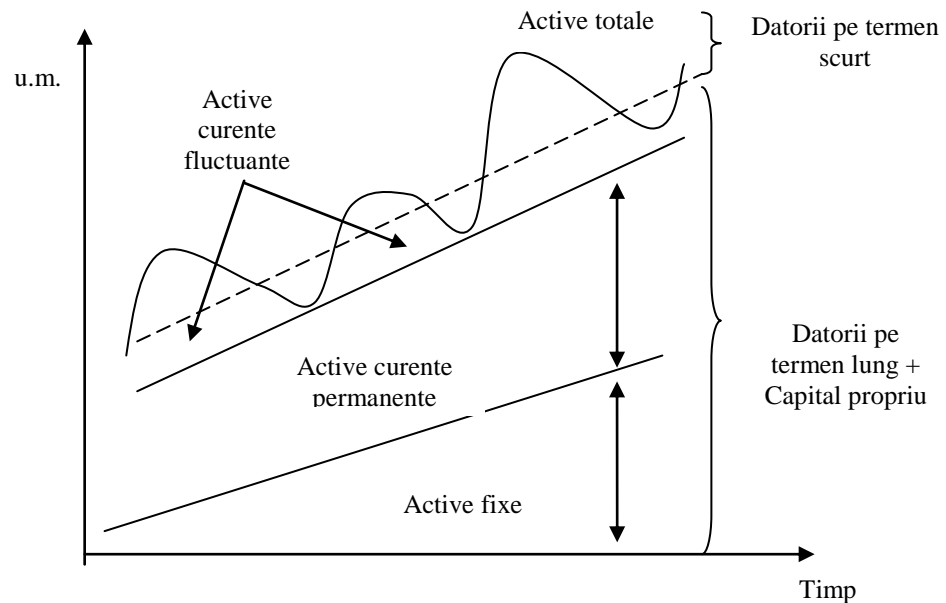


Fig. 6 Abordarea conservativă a finanțării activelor

Figura 7 ilustrează modul de finanțare în cazul abordării agresive care utilizează o proporție relativ înaltă a îndatorării pe termen scurt. O firmă care utilizează această abordare trebuie să refinanțeze datoria mult mai des, iar aceasta va conduce la creșterea riscului de a nu putea obține noi finanțări când este necesar. În plus, fluctuațiile cheltuielilor cu dobânda asociate cu acest plan de finanțare pot fi mai mari și pot adăuga un risc suplimentar (o variabilitate a câștigurilor). Aceste riscuri mai mari sunt compensate de câștigurile la fel de mari așteptate după impozitare care rezultă din economiile fiscale generate de îndatorarea pe termen scurt.

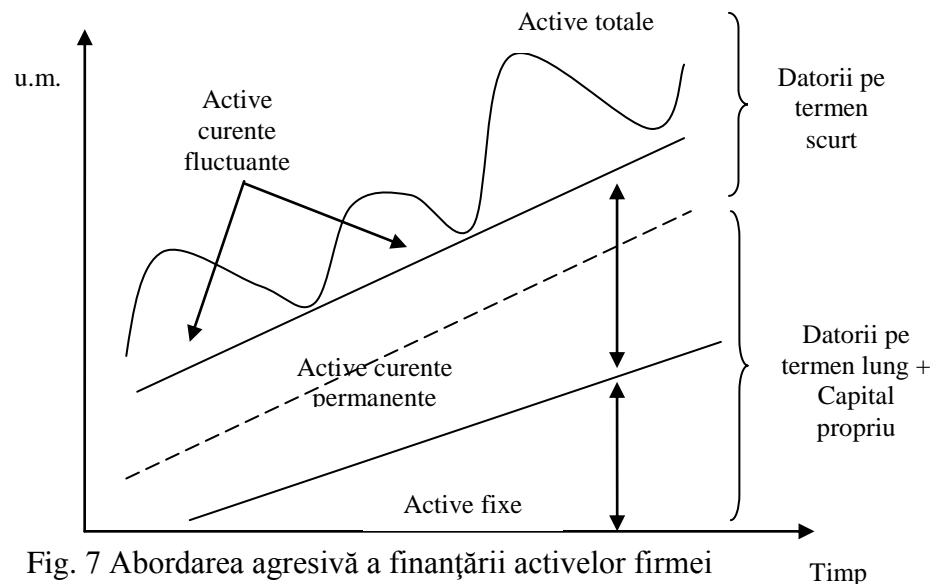


Fig. 7 Abordarea agresivă a finanțării activelor firmei

O politică efectivă a capitalului de lucru, de asemenea, consideră impactul comun al acestor decizii cu privire la profitabilitatea și riscul firmei. Politica eficientă a capitalului de lucru vizează determinarea structurii optime de active curente (agregarea activelor curente) și a pasivelor curente.