



UNIVERSITATEA ECOLOGICĂ DIN BUCUREȘTI
FACULTATEA DE MANAGEMENT FINANCIAR



Program de studii universitare de licență: Finanțe și Bănci

Forma de învățământ: învățământ cu frecvență redusă

Suport de curs pentru autoinstruire la disciplina:

GESTIUNEA FINANCIARĂ PE TERMEN LUNG

Coordonator de disciplină:
Conf.univ.dr. Scarlat Valentin

București
2022

CUPRINS

Introducere	6
a. Date privind titularul de disciplină.....	6
b. Date despre disciplină	6
c. Obiectivele disciplinei.....	6
d. Competențe acumulate după parcurgerea cursului.....	7
e. Resurse și mijloace de lucru.....	7
f. Structura cursului	7
g. Cerințe preliminare.....	8
h. Durata medie de studiu individual	9
i. Evaluarea.....	9
Unitatea de învățare 1. Introducere în Gestiunea financiară.....	10
1.1. Introducere	10
1.2. Obiectivele unității de învățare 1.....	10
1.3. Durata medie de autoinstruire.....	10
1.4. Conținut	10
1.4.1. De ce management financiar?.....	10
1.4.2. Instrumentarul și interpretarea ratelor financiare.....	12
1.5. Rezumat	25
1.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	25
1.7. Bibliografie recomandată.....	26
Unitatea de învățare 2. Metodologia planificării financiare. Bugetul	27
2.1. Introducere	27
2.2. Obiectivele unității de învățare 2.....	27
2.3. Durata medie de autoinstruire.....	27
2.4. Conținut	27
2.4.1. Necesitatea planificării	27
2.4.2. Metode de previzionare	29
2.4.3. Instrumentele planificării.....	31
2.5. Rezumat	35
2.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	35
2.7. Bibliografie recomandată.....	36

2.8. Teme de control	36
Unitatea de învățare 3. Analiza financiară	37
3.1. Introducere	37
3.2. Obiectivele unității de învățare 3.....	37
3.3. Durata medie de autoinstruire.....	37
3.4. Conținut	37
3.4.1. Preliminarii	37
3.4.2. Metode de analiză financiară	38
3.5. Rezumat	46
3.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	46
3.7. Bibliografie recomandată.....	47
Unitatea de învățare 4. Diagnoza întreprinderii. „Starea financiara.....	48
4.1. Introducere	48
4.2. Obiectivele unității de învățare 4.....	48
4.3. Durata medie de autoinstruire.....	48
4.4. Conținut	48
4.4.1. Analiza riscului total al firmei	48
4.4.2. Studii de caz.....	53
4.5. Rezumat	57
4.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	58
4.7. Bibliografie recomandată.....	59
Unitatea de învățare 5. Valoarea în timp a banilor.....	60
5.1. Introducere	60
5.2. Obiectivele unității de învățare 5.....	69
5.3. Durata medie de autoinstruire.....	69
5.4. Conținut	60
5.4.1. Repere teoretice	60
5.4.2. Fundamentarea și calculul ratei dobânzii	62
5.4.3. Procesul de capitalizare continuă.....	65
5.5. Rezumat	70
5.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	70
5.7. Bibliografie recomandată.....	71
5.8. Teme de control.....	71
Unitatea de învățare 6. Teoria portofoliilor de active financiare	72
6.1. Introducere	72

6.2. Obiectivele unității de învățare 6.....	72
6.3. Durata medie de autoinstruire.....	72
6.4. Conținut	72
6.4.1. Definirea instrumentelor de lucru	72
6.4.2. Corelația dintre risc și randament	74
6.4.3. Linia activului financiar.....	80
6.5. Rezumat	84
6.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	84
6.7. Bibliografie recomandată.....	84
Unitatea de învățare 7. Fundamentele investițiilor	85
7.1. Introducere	85
7.2. Obiectivele unității de învățare 7.....	85
7.3. Durata medie de autoinstruire.....	85
7.4. Conținut	85
7.4.1. Preliminarii conceptuale	85
7.4.2. Locul investițiilor în economie și societate	86
7.5. Rezumat	89
7.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	90
7.7. Bibliografie recomandată.....	90
Unitatea de învățare 8. Cadrul noțional și metodologic al investițiilor	91
8.1. Introducere	91
8.2. Obiectivele unității de învățare 8.....	91
8.3. Durata medie de autoinstruire.....	91
8.4. Conținut	91
8.4.1. Tipologia investițiilor	91
8.4.2. Riscul investițional	94
8.4.3. Investițiile străine.....	96
8.5. Rezumat	98
8.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	99
8.7. Bibliografie recomandată.....	99
Unitatea de învățare 9. Elaborarea proiectelor de investiții	100
9.1. Introducere.....	108
9.2. Obiectivele unității de învățare 9.....	100
9.3. Durata medie de autoinstruire.....	100
9.4. Conținut	108

9.4.1. Coordonatele proiectului de investiții	108
9.4.2. Etapele procesului investițional.....	102
9.5. Rezumat	115
9.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	116
9.7. Bibliografie recomandată.....	116
Unitatea de învățare 10. Eficiența investițiilor	117
10.1. Introducere	117
10.2. Obiectivele unității de învățare 10.....	108
10.3. Durata medie de autoinstruire.....	108
10.4. Conținut	117
10.4.1. Eficiența economică a investițiilor	117
10.5. Rezumat.....	115
10.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	116
10.7. Bibliografie recomandată.....	123
10.8. Teme de control	116
Unitatea de învățare 11. Finanțarea investițiilor.....	117
11.1. Introducere	117
11.2. Obiectivele unității de învățare 11.....	117
11.3. Durata medie de autoinstruire.....	117
11.4. Conținut	117
11.4.1. Surse de finanțare a investițiilor.....	117
11.4.2. Organisme financiare internaționale specializate.....	119
11.5. Rezumat.....	123
11.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor.....	123
11.7. Bibliografie recomandată.....	123
ANEXE - Anexa 1 Răspunsuri la testele de autoevaluare a cunoștințelor	124
Bibliografie.....	131

Introducere

Cursul este destinat, în principal, studenților Facultății de Management Financiar din cadrul Universității Ecologice din București – învățământ cu frecvență redusă (IFR), dar poate constitui un util material de studiu și pentru studenții la învățământul cu frecvență (IF).

Ca disciplină, „Gestiunea Financiară pe Termen Lung” denotă o importanță aparte în curricula universitară, ea întregind cunoașterea, sub mai multe aspecte, a mediului economic, în care finanțarea și managementul afacerii (sub toate formele - inclusiv investițiile) reprezintă un element prevalent

a. Date privind titularul de disciplină

Nume și prenume:	Valentin Scarlat
E-mail:	valentinp_scarlat@yahoo.com

b. Date despre disciplină

Anul de studiu:	III
Semestrul:	VI

c. Obiectivele disciplinei

Obiectivul general al disciplinei	Însușirea noțiunilor teoretice și practice asupra managementului financiar pe termen lung, a aspectelor esențiale privind evaluarea proiectelor de investiții, formarea cunoștințelor de bază privind intermedierea financiară și piețele monetară și financiară, în contextul globalizării.
Obiectivele specifice	Dobândirea abilităților de a aplica cunoștințele teoretice la analiza și întocmirea situațiilor financiare (buget, cash-flow etc.), evaluarea și stabilirea priorităților de finanțare pe termen lung a firmei; studiul realității economice din România și al mediului financiar.

d. Competențe acumulate după parcurgerea cursului

Competențe profesionale	1 Identificarea și definirea conceptelor, teoriilor, metodelor și instrumentelor de natură financiară în entitățile/organizațiile private și publice; 2 Identificarea și definirea metodelor, tehnicilor și instrumentelor de culegere, analiză și interpretare a datelor referitoare la o problemă financiară; 3 Aplicarea conceptelor, teoriilor, metodelor și instrumentelor de natură financiară în entitățile private și publice pentru rezolvarea de probleme specifice 4 Evaluarea critică a conceptelor, metodelor și instrumentelor de natură financiară folosite pentru rezolvarea de probleme; 5 Valorificarea conceptelor, teoriilor, metodelor și instrumentelor de natură financiară în elaborarea de proiecte/lucrări.
Competențe transversale	-aplicarea principiilor, normelor și valorilor eticii profesionale în cadrul propriei strategii de muncă riguroasă, eficientă și responsabilă; -identificarea rolurilor și responsabilităților într-o echipă plurispecializată și aplicarea de tehnici de relaționare și muncă eficientă în cadrul echipei; -identificarea oportunităților de formare continuă și valorificarea eficientă a resurselor și tehnicilor de învățare pentru propria dezvoltare.

e. Resurse și mijloace de lucru

Pentru o pregătire temeinică, vă sugerăm să efectuați toate testele de evaluare, astfel încât rezultatul pregătirii dumneavoastră să fie cât mai obiectiv. De asemenea, vă sugerăm să vă alcătuiți propriile dumneavoastră planuri și scheme, acestea ajutându-vă la o mai bună sistematizare a cunoștințelor dobândite.

Fiecare curs debutează cu prezentarea obiectivelor pe care trebuie să le atingeți – din punctul de vedere al nivelului de cunoștințe – prin studierea temei respective. Vă recomandăm să le citiți cu atenție și apoi, la sfârșitul cursului, să le revedeți pentru a verifica dacă le-ați atins în întregime.

Testele de evaluare prezente la sfârșitul fiecărui curs vă vor ajuta să verificați modalitatea specifică de învățare și să vă îmbunătățiți cunoștințele. Timpul recomandat rezolvării testelor este de 30 de minute. Rezolvați testele numai după studierea în întregime a unui curs și nu vă uitați la răspunsuri decât după rezolvarea testului și numai dacă nu reușiți să găsiți răspunsul prin recitirea cursului.

La fiecare curs există indicată o bibliografie selectivă pe care vă sfătuim să o parcurgeți.

f. Structura cursului

Cursul *Gestiunea financiară pe termene lung* este structurat în 11 unități de învățare (UI), pentru fiecare fiind alocat timpul autoinstruirii:

Unitatea de învățare I. Introducere în Gestiunea financiară: 2 ore

Unitatea de învățare II. Metodologia planificării financiare. Bugetul

Unitatea de învățare III. Analiza financiară

Unitatea de învățare IV. Diagnoza întreprinderii. „Starea financiară”

Unitatea de învățare V. Valoarea în timp a banilor

Unitatea de învățare VI. Teoria portofoliilor de active financiare

Unitatea de învățare VII. Fundamentele investițiilor

Unitatea de învățare VIII. Cadrul noțional și metodologic al investițiilor

Unitatea de învățare IX. Elaborarea proiectelor de investiții

Unitatea de învățare X. Eficiența investițiilor

Unitatea de învățare XI. Finanțarea investițiilor

La sfârșitul fiecărei unități de învățare beneficiați de modele de teste de autoevaluare care vă vor ajuta să stabiliți singuri ritmul de învățare și necesitățile proprii de repetare a unor teme. La sfârșitul suportului de curs sunt prezentate răspunsurile corecte la testele de autoevaluare a cunoștințelor.

Totodată, sunt formulate **3 teme de control**, în vederea evaluării pe parcurs, astfel:

Tema 1 – Unitatea de învățare 2: „Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați instrumentele planificării financiare”;

Tema 2 – Unitatea de învățare 5: „Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați dobânda și eroziunea capitalului”;

Tema 3 – Unitatea de învățare 10: „Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați indicatorii de eficiență a investițiilor”.

Rezolvarea temelor de control se realizează strict conform indicațiilor cadrului didactic (ca material tehnoredactat computerizat, încărcat pe platforma G Suite for Education) și termenelor propuse în calendarul disciplinei.

Rezultatele obținute la temele de control vor fi transmise în maxim două săptămâni după termenul limită de încărcare a acestora de către studenți pe platforma G Suite for Education. Rezolvarea și postarea pe platformă a temelor de control este obligatorie, condiționează finalizarea notei, **reprezentând 50% din aceasta**.

Cursul poate fi studiat, atât în întregime, potrivit ordinii prestabilite a capitolelor, dar se poate și fragmenta în funcție de interesul propriu mai accentuat pentru anumite teme. Însă, în vederea susținerii examenului este obligatorie parcurgerea tuturor celor 11 capitole și efectuarea testelor prezentate.

g. Cerințe preliminare

Pentru o mai bună înțelegere a materiei, este necesară coroborarea cunoștințelor dobândite în cadrul acestei discipline cu cele acumulate la *Matematică economică*, *Microeconomie* și *Macroeconomie*, având în vedere că disciplina *GFTL* se studiază în anul III, semestrul VI.

h. Durata medie de studiu individual

Durata medie de învățare estimăm a fi de aproximativ 30 de ore, iar pentru examen ar fi necesar un studiu de o săptămână.

Studierea fiecărui capitol necesită un efort estimat la 2-4 ore, astfel încât să se fixeze temeinic cunoștințele specifice acestui domeniu.

i. Evaluarea

La încheierea studierii cursului, este obligatorie realizarea celor trei teme de control.

Înainte de examen este indicat să parcurgeți din nou toată materia, cu atenție, durata estimată pentru această activitate fiind de aproximativ o săptămână.

Forma de evaluare (E-examen, C-colocviu/test final, LP-lucrări de control)		E
Stabilirea notei finale (procentaje)	- evaluarea finală	40%
	- teste pe parcursul semestrului	10%
	- teme de control	50%

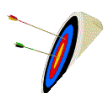
Unitatea de învățare 1.

Introducere în Gestiunea financiară



1.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate importanța managementului financiar cu instrumentarul său, precum și cazuistică adecvată.



1 2. Obiectivele unității de învățare 1

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă importanța gestiunii financiare
- să delimiteze rațiile financiare
- să indice instrumentarul managementului financiar



1.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 2 ore.



1.4. Conținut

1.4.1. De ce management financiar?

Rezolvarea problemelor care incumbă activității financiare a unei entități economice, prin prisma relației cauză-efect, impune studiul interdisciplinar al activității economice și financiare consumatoare de resurse, care se reflectă nemijlocit în performanțele financiare ale firmei.

În urma cunoștințelor acumulate la disciplinele de specialitate, fundată pe o metodică riguros-științifică în înțelegerea și interpretarea fenomenelor economico-financiare, gestiunea

financiară contribuie la perfecționarea gândirii economice, a capacității de sinteză și esențializare a relațiilor de interdependență între fenomenul economic și reflectarea lui în decizia financiară.

Principala menire a funcției financiare este de a maximiza valoarea companiei, și nu așa cum ar părea la prima vedere, de a măsura niște repere cum ar fi rentabilitatea, gradul de îndatorare sau expunerea la risc. Cu certitudine, informațiile oferite de evidența contabilă influențează valoarea de listă a firmei, dar pentru a înțelege mecanismele prin care acest lucru se întâmplă, dar mai ales, pârghiile prin mijlocirea cărora se poate amplifica performanța unei entități economice, este imperios să cunoaștem cum să evaluăm (bineînțeles că aici intervine și interpretarea) datele furnizate de situațiile financiare. Orice decizie imanentă organizației are conotații financiare.

Așadar, fiecare salariat al unui efector economic este afectat, mai mult sau mai puțin, de activitățile financiare ale firmei. Toți salariații beneficiază de pe urma unui management financiar eficient, dar, pe cale de consecință și reversul este operant, toți resimțind “povara” unor decizii păguboase. Din această perspectivă, toți managerii (de la primul palier, până la top management) oricărei companii, indiferent de departamentul în care sunt implicați, trebuie să înțeleagă responsabilitățile și activitățile financiare, pentru a putea interacționa în planul creșterii performanțelor firmei.

Toate noile programe, inițiative și procese de management al schimbării din cadrul companiilor din era informațională sunt implementate într-un mediu guvernat de rapoartele financiare trimestriale și anuale.

Gestiunea financiară le oferă, astfel, managerilor aparatura de care aceștia au nevoie pentru a naviga către succesul concurențial viitor. Astăzi, efectorii economici concurează în cadrul unor medii complexe, așa încât o înțelegere corectă a obiectivelor lor și a metodelor care pot fi folosite pentru atingerea acestor obiective devine vitală. Managementul financiar traduce misiunea și strategia unei organizații într-un set elaborat de indicatori ai activității, care oferă cadrul de bază pentru un sistem strategic de măsurare și de management. Managementul financiar păstrează accentul pus pe atingerea obiectivelor financiare, dar include, de asemenea și indicatorii de activitate care determină aceste obiective financiare.

Gestiunea financiară folosește instrumente și mijloace specifice adaptate scopului urmărit și conduce la *diagnosticul financiar*, parte a diagnosticului economico-financiar, fiind centrat, în special, pe *rentabilitatea* și *riscurile* efectorilor economici.

Diagnosticul financiar, elaborat pe baza analizei financiare, înscrie câteva obiective generale:

- Evidențierea disfuncționalităților sau elementelor nefavorabile în situația financiară și a performanțelor companiei;
- Identificarea cauzelor dificultăților prezente sau viitoare ale unității economice;
- Prezentarea perspectivelor de evoluție a efortului economic și propunerea unor acțiuni de întreprins pentru ameliorarea sau redresarea situației.

Diagnosticul financiar presupune așadar, unele judecăți asupra *sănătății financiare* a firmei, punctele *forte* și punctele *slabe* ale gestiunii financiare, prin care se pot aprecia riscurile trecute, prezente și viitoare, ce decurg din situația financiară și soluțiile pentru diminuarea riscurilor și îmbunătățirea rezultatelor.

Obiectivele diagnosticului financiar sunt subordonate intereselor utilizatorilor, rolul analizei financiare fiind adaptat tipului de diagnostic

Managementul financiar măsoară activitatea organizațională prin prisma a patru perspective echilibrate: financiară, a clienților, a proceselor interne ale organizației și a învățării și creșterii. Managementul financiar le permite companiilor să-și înregistreze rezultatele financiare și în același timp, să monitorizeze simultan progresele obținute în acumularea capacităților și activelor necorporale, de care au nevoie în viitor pentru a crește.

Ca o concluzie a procesului de comunicare și de legătură, toată lumea din companie ar trebui să înțeleagă obiectivele pe termen lung ale unității de afaceri, precum și strategia de atingere a acestor obiective. Indivizii au formulat acțiuni locale, care vor contribui și ele la atingerea obiectivelor unității de afaceri. Iar toate eforturile și inițiativele organizaționale vor fi corelate cu procesele de schimbare necesare.

Revenind la tema propriu-zisă, se observă că din ce în ce mai mulți CEO ai entităților economice provin din domeniul financiar, deoarece efectele globalizării și deregularizării quasi-majorității industriilor, precum și exacerbară concurenței la toate nivelele, pun probleme, din ce în ce mai dificile, în modelarea și controlul afacerilor.

1.4.2. Instrumentarul și interpretarea ratelor financiare

Valoarea unei companii este măsura abilității unei entități de a produce profit în viitor, coroborată cu evaluarea permanentă a riscului asociat.

Din perspectiva maximizării valorii companiei, managementul financiar se confruntă cu două necunoscute preeminente:

- cât de mult și în ce active ar trebui făcute investițiile? (mărimea fiecărui tip de active- active financiare: disponibilități, instrumente de economisire, titluri de valoare etc. și active fizice: clădiri, terenuri, echipamente, intangibile ș.a.m.d.);
- cum (de unde) va fi obținut necesarul de fonduri? (printre factorii luați în considerare sunt: disponibilitatea împrumutului, costul împrumutului, momentul împrumutului, structura capitalului-propriu/imprumutat).

Răspunsul la cele două necunoscute, pe care trebuie să-l dea top managementul organizației, este unul vital pentru existența acesteia.

Înainte de a fi analizate, informațiile financiare trebuie colectate, grupate. Ele sunt evidențiate în *situațiile financiare*, dintre care cele mai uzitate sunt *bilanțul*, *contul de profit și pierdere* și *fluxul de disponibilități*.

Bilanțul (Balance sheet)

Prezintă o fotografie a poziției financiare a firmei la un moment dat, la sfârșitul unei perioade. Periodicitatea poate fi lunară, trimestrială, semestrială, anuală. La noi în țară, întocmirea bilanțului este obligatorie la semestru-30 iunie- și, implicit, la an-31 decembrie. Bilanțul este documentul contabil de sinteză prin care se prezintă elementele de *activ* și de *pasiv* (mijloacele și resursele) la închiderea exercițiului și în alte situații prevăzute de lege, grupate după natură, destinație și lichiditate, respectiv, după natură, proveniență și exigibilitate. Elementele de pasiv grupează fondurile de care a beneficiat entitatea economică (capitalurile proprii ale asociaților, provizioanele, datoriile de exploatare, financiare), iar cele de activ, utilizările acestor fonduri, cu titlu durabil (active imobilizate) și cu titlu provizoriu și ciclic (active circulante).

Activul și pasivul reflectă aceeași realitate văzută sub forma *mijloacelor* de finanțare și a *utilizării* acestora la același moment, ceea ce impune echilibrul permanent între activele și pasivele bilanțului, indiferent de forma de prezentare a acestuia (tabelară sau în listă).

Conform IAS 1, “Prezentarea situațiilor financiare”, obiectivul bilanțului este de a prezenta fidel informații despre *poziția financiară* a întreprinderii, respectiv, capacitatea de a se adapta schimbărilor mediului, cu ajutorul resurselor economice controlate (activele), structurii de finanțare (datorii și capitaluri proprii), precum și cu ajutorul unor indicatori financiari importanți pentru evaluarea sănătății financiare a companiei (lichiditatea și solvabilitatea).

Activele (assets) reprezintă resursele aflate la dispoziția companiei. Ele se împart în următoarele categorii:

- *active fixe* care desemnează resursele utilizate de companie pe o perioadă mai mare de 1 an. Acestea se împart în trei mari categorii:
- *active circulante sau active curente* care reunesc resursele utilizate de o entitate economică pe o perioadă mai scurtă de 1 an, destinate vânzării sau transformării în bani: stocuri, creanțe, investiții financiare pe termen scurt, disponibilități. Ele mai conțin un element important, care este, de regulă, evidențiat separat și anume: cheltuieli în avans.

Pasivele (liabilities) oglindesc modul cum au fost finanțate resursele firmei (datoriile făcute în scopul procurării resurselor. Ele se împart în următoarele categorii:

- *pasive curente* care însciu datoriile scadente într-o perioadă mai scurtă de 1 an: furnizori, bugetul de stat, salarii etc.
- *datoriile pe termen lung* includ datoriile al căror orizont de maturitate este mai mare de 1 an.
- *capitalul propriu* care reprezintă banii investiți în companie de acționari.

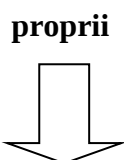
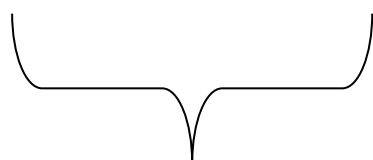
Relația dintre active și pasive este evidențiată prin ecuația contabilității:

Active = Pasive sau, mai detaliat:

Active fixe + Active curente = Pasive curente + Datorii pe termen lung + Capitaluri proprii

O altă formă de scriere a acestei ecuații și anume:

Active – Pasive curente – Datorii pe termen lung = Capitaluri



Active nete

Valoarea netă a firmei

are avantajul că permite vizualizarea valorii nete contabile a unei companii, care este primul pas în procesul de evaluare.

Tabelul 1 prezintă bilanțul contabil al firmei A... la 31 decembrie 2020 și 2021.

la sfârșitul perioadei;- mii unități monetare-	2020	2021

Active	Assets		
Necorporale	Intangible Assets	1,000	0
Corporale	Tangible Assets	29,000	31,000
Financiare	Financial Assets	9,000	5,000
Total active fixe	Total Fixed Assets	39,000	36,000
Stocuri	Inventory	2,000	2,750
Creanțe	Receivables	5,000	7,000
Cash	Cash	9,200	13,350
Total active curente	Total Current Assets	16,200	23,100
Total active	Total Assets	55,200	59,100
Furnizori	Payables	10,000	6,000
Vânzări în avans	Sales in advance	5,500	8,000
Alte datorii	Other liabilities	9,500	15,000
Total pasive curente	Total Current Liabilities	25,00	29,000
Active nete	Net Assets	30,20	30,100
Datorii pe termen lung	Long Term Debts	27,000	24,000
Capital propriu	Equity		
Capital social	Shareholder equity	1,000	1,000
Rezerve	Reserves	0	0
Rezultat reportat	Retained Profit	2,200	5,100
Total capital propriu	Total Equity	3,200	6,100

Contul de profit și pierdere (Profit & Loss Account)

Analiza rentabilității se realizează pe baza datelor din contul de rezultat *Profit și pierdere*, situație financiară redactată în termeni de *flux*, care cuprinde *ansamblul* fluxurilor patrimoniale ce permit creșterea cifrei de afaceri, plecând de la ansamblul cheltuielilor și veniturilor. Soldul net al

contului (creditor sau debitor) reflectă *performanța (contraperformanța)* companiei, respectiv capacitatea acesteia de a genera fluxuri viitoare de numerar prin utilizarea resurselor existente.

Contul de rezultat al exercițiului furnizează date care pot fi analizate pentru a obține indicatori necesari gestiunii, prin intermediul *tabloului soldurilor intermediare de gestiune*. Aceste solduri, determinate sub forma unor marje, pot fi împărțite în două categorii: *activitate* și *rentabilitate*.

Contul de profit și pierderi este un tablou dinamic care înscrie ansamblul veniturilor realizate de către firmă și ansamblul cheltuielilor efectuate de aceasta. Veniturile și cheltuielile sunt grupate în funcție de natura lor. Contul de profit și pierdere prezintă activitatea și profitabilitatea întreprinderii în cursul unei perioade date.

Studiul modului de determinare a rezultatului constituie preambulul analizei rentabilității, al analizei financiare, al diagnosticului financiar și al evaluării firmei. Pornind de la rezultat, se definește capacitatea de autofinanțare a întreprinderii, autofinanțarea și conceptul de cash-flow, care sunt la originea conceptului de *flux de trezorerie*.

Tabelul 2 prezintă Contul de profit și pierdere al firmei A..., pe perioada anilor 2020 și 2021.

- mii lei -		2020	2021
Venituri	Incomes	52,000	55,000
Vânzări / servicii	Sales / Services	22,000	23,000
Producție	Manufacturing/Production	30,000	32,000
Cheltuieli directe	Direct Costs	30,000	32,000
Materii prime	Raw Materials	22,000	23,000
Transport/distribuție	Transport/Distribution	8,000	9,000
Marja brută (comercială)	Gross profit margin	22,000	23,000
Cheltuieli indirecte	Indirect Costs	19,000	18,700
Personal	Personnel	8,000	8,200
Marketing și dezvoltare	Marketing & Development	3,000	3,500
Administrative	Overhead	6,000	6,000
Amortizare	Depreciation	2,000	1,000

Total cheltuieli	Total Costs	49,000	50,700
Profit/pierdere din exploatare	Operations Profit/Loss	3,000	4,300
Venituri financiare	Financial Income	300	300
Cheltuieli financiare	Financial Costs	200	400
Rezultat financiar	Financial Profit/Loss	100	(100)
Rezultat curent	Current Profit/Loss	3,100	4,200
Venituri excepționale	Exceptional Income	500	500
Cheltuieli excepționale	Exceptional Costs	600	400
Rezultat excepțional	Exceptional Profit/Loss	(100)	100
Profit/pierdere brută	Profit/Loss before tax	3,000	4,300
Impozit	Tax	480	690
Profit/pierdere netă	Net Profit/Loss	2,520	3,610
Dividende	Dividends	50	410
Rezultat reportat	Retained Profit	2,470	3,200

Fluxul de disponibilități (Cash flow)

Este bine cunoscut faptul că activitatea unei entități economice este rezultanta unor operațiuni multiple, economice și financiare, operațiuni ce afectează patrimoniul acesteia și care se exprimă prin *încasări și plăți*. De aceea se produc *fluxuri* de intrări și ieșiri în și din patrimoniul firmei, astfel încât punctul central al analizei transformărilor patrimoniului îl constituie noțiunea de *lichiditate* degajată sau utilizată.

Tabloul de fluxuri se bazează în quasi totalitate pe legătura sistematică care reunește masa capitalurilor acumulate, rentabilitatea și creșterea firmei.

În realitate, există două mase de capital cărora li se asociază două categorii de fluxuri specifice:

- *Capitalul economic* (format din *imobilizări* corporale și necorporale de exploatare și din *stocuri*) care se află la originea fluxurilor fizice și corespunde activului bilanțului;

- *Capitalul financiar* (format din resursele permanente ale întreprinderii) cărora le corespund fluxurile *autonome* lipsite de fundament real și se reflectă în pasivul bilanțului.

Pentru înțelegerea corectă a imaginii unei companii este necesar să privim concomitent toate cele 3 situații financiare: Bilanțul, Contul de profit și pierdere și Fluxul de disponibilități (Cash Flow).

Variația trezoreriei nete reprezintă ceea ce în mod curent se exprimă prin termenul anglo-saxon *Cash-flow* (flux de numerar), care permite evidențierea fondurilor obținute de companie în ultimul exercițiu financiar pe tipuri de activități (exploatare, investiții, finanțare), a modului în care au fost utilizate și măsura în care s-a apelat la alte surse decât cele din exploatare.

Situația fluxurilor de numerar (trezorerie) descrie și consideră trezoreria ca fiind o *variabilă centrală* care este expresia intrărilor și ieșirilor de lichidități și de echivalente, iar *variația trezoreriei* se explică prin *fluxurile* de încasări și de plăți înregistrate în cursul perioadei. Încasările în numerar sunt afectate de semnul „+”, iar *plățile* efectuate în numerar pentru aceleași activități sunt afectate de „-”.

Parcurgând cu atenție fluxul de disponibilități înțelegem:

- care au fost sursele de finanțare (resursele lichide) și cum au fost ele folosite;
- mișcările banilor în/din firmă, de-a lungul unei perioade de timp;

Fluxul de disponibilități al firmei A...., pentru anii 2020 și 2021 arată după cum urmează (atenție: toate elementele constitutive includ TVA, acolo unde este cazul):

de la la	Start End	Ian. 2020 Dec.2020	Ian. 2021 Dec.2021
<i>Activități de exploatare</i>	<i>Operating Activities</i>		
Încasări din:	Cash in from:		
Vânzări / servicii	Sales / Services	22,000	23,000
Producție	Manufacturing	30,500	29,500
Dobânzi	Interest	300	300
Excepționale	Exceptional items	500	500
Plăți	Cash out from		
Materii prime	Raw materials	(15,300)	(19,850)
Transport	Transport/Distribution	(4,000)	(9,000)

Personal	Personnel	(8,000)	(8,200)
Marketing și dezvoltare	Marketing & Development	(3,000)	(3,500)
Administrative	Overhead	0	(6,000)
Dobânzi	Interest	(200)	(400)
Excepționale	Exceptional items	(600)	(400)
Impozite	Taxes	0	(750)
Disponibilități din exploatare	Cash from operations, net	22,200	5,200
<i>Activități de investiții</i>	<i>Investment</i>		
Achiziții active fixe	Acquisitions fixed assets	(41,000)	2,000
<i>Activități de finanțare</i>	<i>Financing</i>		
Credite pe termen lung	Long term credits	27,000	(3,000)
Capital social	Change in capital equity	1,000	0
Dividende	Dividends	0	(50)
Disponibil din finanțări	Cash from financing, net	28,000	(3,050)
Flux net	Net change in cash	9,200	4,150
Disponibil la început	Cash at start	0	9,200
Disponibil la sfârșit	Cash at the end	9,200	13,350

Așadar, fluxul de disponibilități conține trei grupe mari: activități din exploatare, activități din investiții și activități de finanțare. Orice creștere în active implică un consum de cash; orice creștere în pasive impune o sursă de cash¹.

Ratele financiare (Financial ratios)

Dacă obiectivul managementului este acela de a maximiza valoarea companiei, atunci acesta este obligat să tragă maximum de foloase din punctele tari ale firmei și, concomitent, să îi corecteze și amelioreze punctele slabe. Gestiunea financiară ajută la:

¹ Se impune precizarea că implicațiile lipsei disponibilităților asupra activității companiei sunt multiple. Doar cu titlu informativ menționez legătura dintre lipsa de numerar și tăierile bugetare; legătura dintre fluxurile de disponibilități și termenele de plată; legătura dintre încasări și stocul optim; implicații din activitatea de zi cu zi: lipsa marfa, stoc zero, demotivare echipa vanzari etc.

- compararea performanței unei entități economice cu performanța industriei/ramurii în care activează;
- evaluarea tendințelor în activitatea de operare a efectorului economic, de-a lungul unui orizont de timp.

De altfel, din perspectiva investitorilor (acționari, instituții financiare etc.), predicția pentru viitor este condiția *sine qua non* a analizei financiare. Ea este deosebit de utilă, atât pentru anticiparea viitoarelor condiții, cât, mai ales, pentru că stabilește un punct de plecare pentru planificarea acțiunilor care influențează cursul evenimentelor viitoare.

Obiectivul fundamental al metodei ratelor vizând cunoașterea cât mai bună a companiei și evaluarea cât mai reală a performanțelor și dificultăților sale, utilizarea corectă a acestora impune respectarea câtorva *cerințe* de bază:

- Asigurarea comparabilității elementelor raportului prin exprimarea lor în aceleași unități de măsură;
- Folosirea în calcul a unor mărimi semnificative și coerente, între care trebuie să existe relații directe;
- Compararea ratelor în timp și spațiu sau cu valori standard.

Calculul și interpretarea rațiilor financiare constituie, așadar, un proces complex și laborios și cuprinde următoarele arii:

- rate de lichiditate;
- rate referitoare la managementul activelor;
- rate referitoare la managementul datoriilor;
- rate de rentabilitate.

A. Rate de lichiditate

Lichiditatea reprezintă abilitatea companiei de a-și onora obligațiile pe termen scurt.

$$Rata\ curentă = \frac{ActiveCurente}{PasiveCurente}$$

În cazul firmei A..., ale cărei situații financiare le-am ilustrat anterior, *rata curentă* = $23,100/29,000 = 0,8^2$

- ✓ Este cea mai folosită măsură pentru a determina solvabilitatea unei firme;
- ✓ Nu este important când este calculată, ci cât de des. Cu alte cuvinte, evoluția lichidității prevalează în raport cu valoarea acesteia în sine;
- ✓ Nu este influențată de inflație decât într-o foarte mică măsură și doar în cazul în care compania deține stocuri de valori apreciabile și cu vechime mare. Stocurile sunt înregistrate în momentul intrării și dacă nu se face o reevaluare a lor, prin inflație ele se depreciază. În momentul ieșirii, dacă facturarea se face la o valoare reală, iar costul este istoric, marja de profit este mai mare. În cazul în care firma are stocuri de valori și vechimi mari, rata lichidității apare mai slabă decât în realitate, numărătorul fiind mai mic decât valoarea lui reală.

Este greu de spus dacă o valoare mică a acestui indicator este un lucru bun sau rău. De cele mai multe ori, răspunsul depinde de cine-și pune întrebarea.

Este imperios, însă, ca această rată să fie comparată cu media ramurii în care activează compania. Este un fapt bine cunoscut, că sunt industrii în care acest raport evoluează subunitar și ca bancher, de exemplu, să ceri unei firme să iasă din tipicul domeniului sau, denotă o carență de înțelegere a fenomenului economic.

O variantă mai dură de evaluare a lichidității este așa numita *lichiditate imediată*, sau *rata acidă*. Este mai dură deoarece la numărător se exclud stocurile, rezultând, în consecință, o valoare mai mică a raportului.

$$\text{Lichiditatea imediată} = \frac{\text{Active Curente} - \text{Stocuri}}{\text{Pasive Curente}}$$

În cazul firmei A..., $\text{rata acidă} = 20,350/29,000 = 0,7$

Această rată s-a dovedit de multe ori utilă, deoarece stocurile se numără printre cele mai puțin lichide active. De aceea, o măsură a abilității companiei de a-și onora obligațiile pe termen scurt, fără să ajungă în situația de a-și lichida stocurile la orice preț, este tocmai acest test acid.

B. Rate privind managementul activelor

Această grupare de rate comensurează cât de eficient își folosește o entitate economică activele.

² Cifrele se iau din contul de profit și pierdere al firmei A..., din coloana aferentă anului 2021.

- ✓ dacă activele sunt prea puține, firma se va confrunta cu o scădere în vânzări și/sau cu o scădere a valorii companiei
- ✓ dacă activele sunt prea multe, costul de capital va fi prea mare și greu de acoperit prin profitabilitate

Cu alte cuvinte, este vital ca o unitate economică să utilizeze o cifră corectă ca investiție în active.

$$\text{Rotația stocurilor} = \frac{\text{Vinzari}}{\text{Stocuri}}^3$$

Pentru firma A... această rată este: $32,000/2,750 = 11,6$ ori.

Semnificații:

- fiecare element de stoc este vândut și restocat de aprox. 12 ori/an;
- o valoare mică înseamnă stocuri prea mari; stocurile în exces sunt neproductive și reprezintă o investiție cu rentabilitate zero, sau aproape zero;
- o valoare mică atrage după sine și o lichiditate mică.

$$\text{Durata stocurilor} = \frac{\text{Stocuri}}{\text{Vinzarizi în ice}}$$

În cazul firmei A... = $2,750/(32,000/360) = 31$ zile

- în general se lucrează cu cifre de vânzări anuale și atunci se împart la 360 zile; vânzările lunare sau trimestriale se divid la 30, respectiv 90 de zile;
- arată că stocul existent este suficient pentru a acoperi 31 zile de vânzări;
- valoarea acestui indicator trebuie comparată cu numărul de zile necesare în procesul de aprovizionare. În firma stocurile – 4 ori/an.

³ *Observație:* numărătorul fracției (vânzări) este o cifră care se referă la o perioadă de 1 an, pe când numitorul (stocurile) se referă la un anumit moment. O cifră mai relevantă ar putea fi obținută prin folosirea unei cifre medii de stocuri. Se reduce, astfel, în mare măsură, posibilitatea unei irelevanțe a acestei rate, în cazul afacerilor cu caracter sezonier; la fel și în cazul vânzărilor, dacă firma se află într-o perioadă de creștere puternică.

$$\text{Durata medie de încasare} = \frac{\text{Creante}}{\text{Vinzarizi în ice}}$$

Pentru firma A..., valoarea este = $7,000/(55,000/360) = 46$ zile.

- rezultatul trebuie comparat și cu datele contractuale referitoare la termenele de plată de la clienți;
- o valoare mare denotă întârzieri la plată ale clienților;

C. Rate privind managementul datoriilor

$$\text{Gradul de acoperire a dobânzilor} = \frac{\text{Profitbrut} + \text{Dobânzi}}{\text{Dobânzi}}$$

Pentru firma A... = $(4,300+400)/400 = 11,75$ ori.

În domeniul pharma acest indicator oscilează în jurul valorii de 50 de ori.

Cu cât este mai mare profitul obținut de companie, cu atât sunt mai mari posibilitățile de plată a dobânzii, dar și a principalului (ratei).

$$\text{Durata medie de plată} = \frac{\text{Datoriile la furnizori}}{\text{Costul în ice al bunurilor vandute}}$$

În cazul firmei A... = $6,200/(32,000/360) = 68$ zile

- ✓ la fel ca și la clienți, rezultatul trebuie comparat și cu clauzele contractuale referitoare la termenele de plată;
- ✓ o valoare mare denotă că firma folosește creditul acordat de furnizorii ei, în mod extensiv; o valoare mai mare decât media (ponderată) a termenelor contractuale este în avantajul firmei din punct de vedere financiar, dar poate periclita imaginea sa pe piață.

D. Rate de rentabilitate

“Profitabilitatea” reprezintă rezultatul net al politicilor (strategiei) și deciziilor într-o companie. Așadar, examinarea acestei clase de rații oferă indicii de esență asupra eficienței cu care operează firma. Totodată, ratele de rentabilitate dau imaginea combinată a efectelor lichidității, managementului activelor, managementul datoriilor, precum și a rezultatului operațional.

$$\text{Marja de profit} = \frac{\text{ProfitNet}}{\text{Vanzari}}$$

În cazul firmei A..., $= 3,225/55,000 = 5,9\%$

- ilustrează cât de bine au fost controlate cheltuielile;
- diferă foarte mult de la ramură la ramură;
- are un rol important pentru coordonarea prețului unitar și a volumului de vânzări;
- trendul este mai important decât valoarea în sine.

$$\text{Rentabilitatea activelor} = \frac{\text{ProfitNet}}{\text{TotalActive}}$$

În cazul firmei A..., $= 3,225/59,100 = 5.5\%$

În domeniul pharma acest indicator oscilează în jurul valorii de 8.5%

Acest indicator:

- ✓ măsoară cât de eficient au fost folosite activele companiei;
- ✓ este foarte util în procesul de comparare.

$$\text{Rentabilitatea capitalului propriu} = \frac{\text{ProfitNet}}{\text{CapitalPropriu}}$$

În cazul firmei A..., $= 3,225/5,100 = 52.7\%$

- oglindește eficiența utilizării capitalului firmei;
- o valoare scăzută relectă performanța slabă a managementului, firma este supracapitalizată (folosire ineficientă a împrumuturilor pe termen lung);
- inflația îmbunătățește acest indicator prin aceea că numitorul conține capitalul social; cu cât firma este mai veche (respectiv cu cât vârsămintele de capital social sunt mai vechi), cu atât numitorul este mai mic și rentabilitatea apare mai mare.

Rentabilitatea capitalului propriu este foarte cântărită și urmărită de acționari. Investitorii își plasează capitalul disponibil în participații în companii, în fonduri de investiții sau în alte instrumente financiare, cu scopul de-a obține o rentabilitate cât mai mare a capitalului investit. În același timp, fiecare potențială investiție trebuie evaluată și sub aspectul riscului asociat, astfel încât dualitatea rentabilitate-risc este cea care stă, în final, la baza deciziei de a investi.

Rezolvarea problemelor care incumbă activității financiare a unei entități economice, prin prisma relației cauză-efect, impune studiul interdisciplinar al activității economice și financiare consumatoare de resurse, care se reflectă nemijlocit în performanțele financiare ale firmei.

Valoarea unei companii este măsura abilității unei entități de a produce profit în viitor, coroborată cu evaluarea permanentă a riscului asociat.

Activitatea unei entități economice este rezultanta unor operațiuni multiple, economice și financiare, operațiuni ce afectează patrimoniul acesteia și care se exprimă prin *încasări și plăți*. De aceea se produc *fluxuri* de intrări și ieșiri în și din patrimoniul firmei, astfel încât punctul central al analizei transformărilor patrimoniului îl constituie noțiunea de *lichiditate* degajată sau utilizată.



1.5. Rezumat

Principala menire a funcției financiare este de a maximiza valoarea companiei, și nu așa cum ar părea la prima vedere, de a măsura niște repere cum ar fi rentabilitatea, gradul de îndatorare sau expunerea la risc. Cu certitudine, informațiile oferite de evidența contabilă influențează valoarea de listă a firmei, dar pentru a înțelege mecanismele prin care acest lucru se întâmplă, dar mai ales, pârgurile prin mijlocirea cărora se poate amplifica performanța unei entități economice, este imperios să cunoaștem cum să evaluăm (bineînțeles că aici intervine și interpretarea) datele furnizate de situațiile financiare. Orice decizie immanentă organizației are conotații financiare. În plan financiar, Gestiunea financiară folosește instrumente și mijloace specifice adaptate scopului urmărit și conduce la *diagnosticul financiar*, parte a diagnosticului economico-financiar, acesta fiind centrat, în special, pe *rentabilitatea și riscurile* efectorilor economici.



1.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Rentabilitatea activelor (ROA) este de 4% și rentabilitatea capitalului propriu (ROE) este de 6%. Determinați gradul de îndatorare (D/A).
2. Determinați marja de profit în condițiile în care rotația activelor totale (TAT) este de 2,75 și rentabilitatea activelor (ROA) este de 10%.

3. La începutul anului valoarea activelor unei societăți comerciale era de 100.000 lei, iar cea a capitalurilor proprii de 40.000 lei. În cursul exercițiului financiar activele au crescut cu 20.000 lei, iar datoriile s-au diminuat cu 20.000 lei. Care este valoarea capitalurilor proprii la sfârșitul exercițiului financiar?

4. O societate comercială își propune să determine nivelul optim de active curente pentru anul viitor. Managementul previzionează vânzări de 5 mil. lei. Activele fixe sunt în valoare de 3 mil. lei. Societatea își va menține gradul de îndatorare la nivelul de 60%. Dobânzile pe care le plătește sunt de 10% pe an (calculate la soldul datoriilor), atât pentru datoriile pe termen scurt cât și pentru cele pe termen lung. Sunt avute în vedere 3 alternative pentru valorile previzionate ale activelor curente: a) o politică severă a activelor curente în care acestea sunt numai 40% din vânzările prognozate; b) o politică moderată cu active curente reprezentând 50% din vânzări și c) o politică relaxată necesitând active curente în valoare de 60% din vânzări. Managementul prognozează un profit din exploatare (înainte de plata dobânzilor și a taxelor = *prescurtare : EBIT*) de 10% din vânzările totale. Impozitul aplicat este de 16% asupra profitului brut. Să se determine următoarele mărimi pentru fiecare din cele 3 alternative: Active curente; Total active; Datorii; Capital propriu; EBIT; Dobânzi; Profit brut; Impozit; Profit net; ROE.



1.7. Bibliografie recomandată

T. Fitch, Dictionary of Banking Terms, New York, 2019

L. C. Ionescu-coordonator, *Economia și rolul băncilor*, vol. II, Editura Economică, București, 2014.

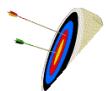
Unitatea de învățare 2.

Necesitatea planificării financiare. Bugetul



2.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate necesitatea planificării financiare și metodele de previzionare.



1 2. Obiectivele unității de învățare 1

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă importanța planificării financiare
- să delimiteze obiectivele strategiei financiare
- să indice metodele de previziune financiară



1.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 5 ore.



2.4. Conținut

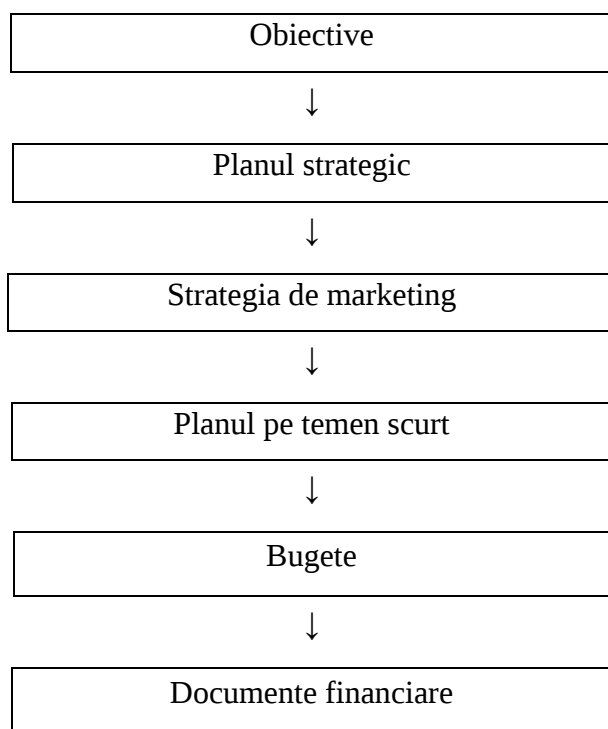
2.4.1. *Necesitatea planificării*

Efactorii economici au nevoie de active pentru a realiza venituri. Dacă se urmărește creșterea vânzărilor, activele trebuie, de asemenea, să crească. În perioada de creștere firmele au nevoie de investiții: într-o primă fază în active circulante, iar atunci când se atinge capacitatea maximă și în active fixe.

Cu toate că o parte din fondurile necesare pot fi obținute, într-o oarecare măsură, din profiturile acumulate, dacă rata de creștere este ambițioasă, chiar și o entitate foarte mare și foarte profitabilă are nevoie de o finanțare.

Fondurile provenite din credite pe termen lung și din majorările de capital sunt arhetipuri care nu se achiziționează frecvent. În consecință, este obligatorie (recomandabilă) estimarea necesităților de fonduri cu câțiva ani în avans.

Procesul de planificare este o parte semnificativă a rolului managementului. El este exemplificat în figura următoare (Figura 2.1.).



Pentru a atinge astfel de obiective financiare ambițioase, managerii trebuie să identifice ținte puternice pentru obiectivele lor legate de clienți, de procesele interne ale afacerii, precum și de învățare și creștere. Aceste ținte ambițioase pot să vină din direcția mai multor surse. Teoretic, țintele pentru indicatorii legați de clienți ar trebui să derive din îndeplinirea sau din depășirea așteptărilor clienților.

Odată ce sunt stabilite țintele pentru indicatorii legați de clienți, procesele interne de afaceri și învățare și creștere, managerii pot să își alinieze elementele strategice ținând de calitate, timpi de răspuns și inițiative de re tehnologizare, pentru a-și atinge obiectivele progresiste. Astfel, planificarea financiară oferă justificarea finală, precum și concentrarea și integrarea programelor de îmbunătățire continuă, de re tehnologizare și de transformare.

O planificare financiară riguroasă permite, de asemenea, unei entități economice să își integreze planificarea strategică cu procesul său anual de stabilire a bugetului. La momentul în care o companie își stabilește ținte ambițioase pe o perioadă de 3-5 ani pentru indicatorii săi strategici,

managerii previzionează, de asemenea „borne” pentru fiecare indicator de-a lungul următorului an fiscal – cât de mult se așteaptă să avanseze de-a lungul celor douăsprezece luni ale primului an din plan. Aceste „borne” pe termen scurt oferă ținte specifice pentru stabilirea progresului în perioada apropiată, de-a lungul traiectoriei strategice pe termen lung a unității de afaceri.

Prin a avea borne pe termen scurt stabilite, atât pentru indicatorii financiari, cât și pentru ceilalți, analizele lunare și trimestriale ale managementului examinează rezultatele financiare. La fel de important, însă, este aspectul că managerii pot, de asemenea, să urmărească îndeaproape dacă unitatea de afaceri își atinge țintele legate de clienți, de procesele interne și inovație și de angajați, sisteme și proceduri. Analizele manageriale și actualizările se transformă din a lua în considerare doar trecutul, în a învăța acum despre viitor. Managerii nu discută doar modul în care rezultatele trecute au fost obținute, ci și dacă așteptările lor pentru viitor rămân tangibile.

2.4.2. Metode de previzionare

Principalele metode de previzionare sunt:

- a) *Metoda procent din vânzări*: majoritatea pozițiilor din contul de profit și pierdere și din bilanț variază odată cu vânzările; valorile curente ale activelor sunt optime pentru valorile curente ale cifrei de afaceri (de vânzări), cu excepția performanței slabe și a capacității neutilizate; în final se calculează ratele financiare și se face o analiză a rezultatelor în ansamblu;
- b) *Metoda regresiei*: între un anumit tip de activ și vânzări există o relație de tip linear ($ax + b$);
- c) *Previziunea pe elemente specifice (la limită: “zero-base budgeting”)*: fiecare element din buget este analizat ca mărime și dependență față de un set de date inițiale.

Iată exemplificat, în continuare, un proces de planificare, bazat pe metoda procent din vânzări, care este cea mai uzitată.

Pasul 1: previziunea contului de profit și pierdere⁴

Fiecare element de cost, cu excepția amortizării, reprezintă un anumit procent din vânzări. În prima fază se admite că gradul de îndatorare rămâne același.

⁴ Pentru detalierea dorită a elementelor de cost se folosește Bugetul de venituri și cheltuieli. O formă cuprinzătoare a bugetului de venituri și cheltuieli al unei entități economice direct productive (cea mai laborioasă dintre activități), precum și tabele de fundamentare a acestuia sunt prezentate în anexele lucrării.

Tabelul de mai jos prezintă calculul modelului de previziune pentru firma A...

Pasul 2: Previziunea bilanțului

- Elementele de activ rămân proporționale cu vânzările ($a\% \times \text{vânzări 2022}$, unde a este nivelul realizat în anul precedent);
 - excepții pentru active curente: schimbări ale politicii de credit a firmei, ale structurii clienților, ale structurii prețurilor;
 - excepții pentru active fixe: performanță curentă slabă, creșteri în salturi ale activelor fixe;
- pe termen lung este mai apropiată de adevăr proporționalitatea între active și vânzări. Elemente de pasiv care cresc odată cu vânzările: furnizorii, alte datorii (salarii, taxe și impozite la bugetul de stat etc.);
- Rezultat reportat = rezultatul reportat precedent + rezultat reportat 2022;
- Împrumuturile pe termen scurt și lung și capitalul social nu cresc spontan cu vânzările.

Tabel: Contul de profit și pierdere, realizat 2021, planificat 2022

- mii lei -

Indicator	prezent 2021	baza de prognoză	prognoză 2022		
			iterația 1	Feedback	iterația 2
Venituri	55,000		60,500		60,500
Vânzări	55,000	1.1 x vânzări 2021	60,500		60,500
<i>Cheltuieli directe</i>	<i>32,000</i>	<i>0.582 x vânzări 2021</i>	<i>35,211</i>		<i>35,211</i>
Mărfuri	23,000		25,308		25,308
Transport	9,000		9,903		9,903
<i>Marja brută (comercială)</i>	<i>23,000</i>		<i>25,289</i>		<i>25,289</i>
<i>Cheltuieli indirecte</i>	<i>18,700</i>		<i>20,642</i>		<i>20,642</i>
Personal	8,200	0.149 x vânzări 2021	9,015		9,015
Marketing & dezvoltare	3,500	0.064 x vânzări 2021	3,872		3,872
Administrative	6,000	0.110 x vânzări 2021	6,655		6,655
Amortizare	1,000	0.028 x AF nete	1,100		1,100
Total cheltuieli	50,700		55,853		55,853

<i>Profit din exploatare</i>	4,300		4,648		4,648
Venituri financiare	300		300		300
Cheltuieli financiare	400		400		450
Rezultat financiar	(100)		(100)		(150)
<i>Rezultat curent</i>	4,200		4,548		4,498
Venituri excepționale	500		0		30
Cheltuieli excepționale	400		0		25
Rezultat excepțional	100		0		5
<i>Profit brut</i>	4,300		4,548		4,503
Impozit	688	16%	728		720
<i>Profit net</i>	3,612		3,820		3,783
Dividende	325		325		325
<i>Rezultat reportat</i>	3,287		3,495		3,458

2.4.3. Instrumentele planificării

a) Relația între cifra vânzărilor și necesarul de fonduri

$$NF = \frac{As}{S} \times (DS) + \frac{Af}{S} \times (DS) - \frac{Ls}{S} \times (DS) - M * b * (S1), \text{ unde:}$$

S – vânzări;

As/S – activele pe termen scurt care cresc odată cu vânzările, exprimate ca procent din acestea;

Af/S – activele fixe care cresc odată cu vânzările, exprimate ca procent din acestea;

Ls/S – pasive pe termen scurt care cresc odată cu vânzările, exprimate ca procent din acestea;

S1 – cifra de afaceri previzionată; S0 – cifra de vânzări a anului precedent;

M – marja de profit raportată la vânzări;

b – rata de acumulare a profitului = (1-%din profit distribuit acționarilor);

M * b * (S1) – suma care va fi reținută din profitul pe un an și utilizată pentru finanțarea creșterii vânzărilor.

Studiu de caz:

Firma A... are următoarele rate:

$$A/S = 1.6;$$

$$L/S = 0.4;$$

$$\text{Marja de profit } M = 0.1;$$

$$\text{Procentul din profit distribuit acționarilor, } b = 0.45.$$

Vânzările pentru anul precedent au fost de 100 milioane u.m. Rapoartele financiare ale firmei indică o rotație a stocurilor (vânzări/stocuri) de 3 ori și că firma A... își poate mări numărul de rotații la 4, fără ca vânzările, marja de profit sau alte rate de rotație a activelor să fie afectate. Să se calculeze, în aceste condiții, necesarul de fonduri, pentru fiecare din următorii 2 ani, știind că rata de creștere a vânzărilor este de 20% pe an.

Rezolvare:

primii 2 termeni din ecuația NF se pot comasa sub forma Active/S, în care numărătorul conține activele care cresc odată cu vânzările.

Dacă se separă aceste active sub forma "Stocuri + A*", unde A* reprezintă activele care sunt afectate de creșterea vânzărilor, altele decât stocurile, rezultă egalitatea:

$$(\text{Stocuri} + A^*)/\text{Vânzări} = 1.6$$

dar cum $\text{Stocuri}/\text{Vânzări} = 1/3$, înseamnă că

$$A^*/\text{Vânzări} = 19/15$$

În final, termenul care se referă la Active/Vânzări este format din $1/4 + 19/15$.

Mai rămâne de cuantificat impactul accelerării vitezei de rotație a stocurilor de la 3 la 4, ceea ce înseamnă obținerea unui excedent de cash, și anume:

în prezent $\text{Vânzări}/\text{Stocuri} = 3$, ceea ce duce la un nivel al stocurilor de $100 \text{ mil.}/3 = 33,3 \text{ mil.}$

după îmbunătățire: $\text{Vânzări}/\text{Stocuri} = 4$, adică un nivel al stocurilor de $100 \text{ mil.}/4 = 25 \text{ mil.}$

Excesul de cash este de 8.3 mil., care se scade din NF inițial.

Anul 1

$$\Delta S = 20 \text{ mil.}$$

$$NF = (1/4 + 19/15) \times 20 - 0.4 \times 20 - 0.1 \times 0.55 \times 120 - 8.3 = 1.5167 \times 20 - 8 - 6.6 - 8.3 = 7.4 \text{ mil.}$$

Anul 2

$\Delta S = 24$ mil.

$NF = (1/4 + 19/15) \times 24 - 0.4 \times 24 - 0.1 \times 0.55 \times 144 = 1.5167 \times 24 - 9.6 - 7.9 = 18.9$ mil.

- b) *Pragul de rentabilitate*. Relația dintre volumul vânzărilor și profitabilitate face obiectul analizei pragului de rentabilitate, care este o metodă de determinare a punctului în care veniturile firmei egalează costurile, sau, cu alte cuvinte, a punctului de la care firma devine profitabilă. Analiza pragului de rentabilitate pune în evidență relația cost-volum-profit, relație ce poate fi puternic influențată de nivelul de investiții în activele fixe. Este necesară, așadar, determinarea nivelului minim al vânzărilor, nivel ce poate acoperi cheltuielile fixe și variabile.

Volumul de vânzări ce corespunde pragului de rentabilitate (PR)

La prag, veniturile firmei egalează cheltuielile sale:

$$TV = TC = TCV + TCF \quad (1)$$

unde: TV = total venituri;
 TC = total costuri;
 TCV = total costuri variabile;
 TCF = total costuri fixe.

Folosind prețul mediu pe unitate de produs (P), costul mediu pe unitate de produs (V) și volumul unităților vândute (Q), ecuația (1) devine:

$$P \times Q = V \times Q + TCF \quad (2)$$

Din ecuația (2) se poate obține cantitatea de produse ce trebuie vândute pentru atingerea pragului de rentabilitate, care este:

$$Q_{PR} = TCF / (P - V) \quad (3)$$

În exemplu $TCF = 20,000$, $V = 20/\text{unitate}$ și $P = 180/\text{unitate}$

$$Q_{PR} = 125 \text{ unități}$$

Volumul de vânzări la PR este:

$$S_{PR} = Q_{PR} \times P \quad (4)$$

sau

$$S_{PR} = TCF/(1 - V/P) \quad (4')$$

În exemplu, $S_{PR} = 22,500$.

În ecuația (3), termenul $(P - V)$ este numit “contribuția marginală unitară” și desemnează contribuția pe care fiecare unitate vândută o are la acoperirea costurilor fixe și eventual în generarea de profit.

Corespunzător, în ecuația (4'), termenul $(1 - V/P)$ este numit “rata contribuției marginale” și indică rata contribuției fiecărei unități de produs în preț. Această rată indică fracțiunea din prețul unitar al produsului care contribuie la acoperirea costurilor fixe și la un eventual profit.

Analiza pragului de rentabilitate este extrem de utilă în trei tipuri de probleme legate de decizii:

- decizii referitoare la introducerea unui produs nou; dimensionarea nivelului minim de vânzări versus cererea prognozată pe piață;
- extinderea nivelului operațional;astă extindere va crește, atât costurile fixe, cât și cele variabile, dar va permite și creșterea nivelului de vânzări;
- proiecte noi (extinderi/înlocuiri); această decizie implică, în general, investiții în active fixe în vederea unei eventuale scăderi în costurile variabile, mai cu seamă în manoperă.

Analiza pragului de rentabilitate reprezintă, totuși, o previzionare simplificată a maximizării profitului. Este simplificată, deoarece presupune constanța costurilor fixe, a prețului mediu unitar și a costului variabil pe unitate.

Exemplu: Firma A...prezintă următoarele date:

Preț unitar = 25 u.m./buc.;

Costuri fixe = 140,000 u.m.;

Cost variabil unitar = 15 u.m./buc.

Să se afle: profitul din exploatare pentru 8,000 și respectiv 18,000 bucăți; care este pragul de rentabilitate? ce se întâmplă cu pragul de rentabilitate dacă prețul unitar crește la 31 u.m. și care este

semnificația acestei schimbări? ce se întâmplă cu pragul de rentabilitate dacă prețul unitar crește la 31 u.m., dar și costul variabil unitar crește la 23 u.m?

Pentru 8,000 buc. este pierdere de 60,000 u.m.; pentru 18,000 buc. este profit de 40,000 u.m;

Pragul de rentabilitate este la 14,000 bucăți; Scade la 8,750 de bucăți;

Crește la 17,5000 de bucăți.

Să ne reamintim

Dacă mergem la o firmă și întrebăm cum se măsoară performanța în cadrul ei, vom constata că răspunsul diferă, de cele mai multe ori, în funcție de persoana căreia îi este adresată întrebarea. Managerul unui sector de operațiuni va da un răspuns diferit de un contabil, care, la rândul său, va răspunde în alt mod decât cineva de la resurse umane sau de la marketing.

În ultimă instanță, mecanismul prin care aceste perspective acționează convergent poate fi înțeles cu adevărat, dacă sunt înțelese, în prealabil, obiectivele strategice ale firmei. Deci, vom fi în măsură să analizăm eficiența și finalitatea lor economică, doar dacă evaluarea performanței este raportată la obiectivele strategice ale societății comerciale. Eficacitatea performanței se revelă doar în momentul examinării modului în care fiecare perspectivă contribuie la atingerea țințelor. Totuși, îndeosebi, la nivelul top managementului perspectiva financiară este preeminentă. “Ceea ce măsoară este și ceea ce obții”, este un dicton încetățenit în lumea afacerilor.



2.5. Rezumat

O planificare financiară riguroasă permite unei entități economice să își integreze planificarea strategică cu procesul său anual de stabilire a bugetului. La momentul în care o companie își stabilește ținte ambițioase pe o perioadă de 3-5 ani pentru indicatorii săi strategici, managerii previzionează, de asemenea, „borne” pentru fiecare indicator de-a lungul următorului an fiscal – cât de mult se așteaptă să avanseze de-a lungul celor douăsprezece luni ale primului an din plan.

Aceste „borne” oferă ținte specifice pentru stabilirea progresului în perioada apropiată, de-a lungul traiectoriei strategice pe termen lung a unității de afaceri. Prin a avea borne pe termen scurt stabilite, atât pentru indicatorii financiari, cât și pentru ceilalți, analizele lunare și trimestriale ale managementului examinează rezultatele financiare. La fel de important, însă, este aspectul că managerii pot, de asemenea, să urmărească îndeaproape dacă unitatea de afaceri își atinge țințele

legate de clienți, de procesele interne și inovație și de angajați, sisteme și proceduri. Analizele manageriale și actualizările se transformă din a lua în considerare doar trecutul, în a învăța acum despre viitor. Managerii nu discută doar modul în care rezultatele trecute au fost obținute, ci și dacă așteptările lor pentru viitor rămân tangibile.



2.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Calculați ciclul conversiei cash-ului pentru firmele B și C și interpretați rezultatul.
2. Care este rentabilitatea capitalului propriu (ROE) al firmei A, pentru fiecare din cele trei alternative?



2.7. Bibliografie recomandată

Ph. Kotler, *Managementul marketingului – Analiză, planificare, implementare, control*, Editura Teora, București, 2017

P. Rose, Financial Institutions, Irwing Mc Graw Hill, Boston, 2020.



2.8. Temă de control

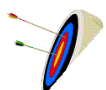
Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați instrumentele planificării financiare

Unitatea de învățare 3. Analiza financiară



3.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate analiza și evaluarea unui efector economic, precum și determinarea bonității entităților economice.



1 2. Obiectivele unității de învățare 1

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă importanța analizei financiare
- să delimiteze indicatorii financiari
- să indice bonitatea unei unități economice



1.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 4 ore.



3.4. Conținut

3.4.1. Preliminarii

Rățiunea de-a fi a unei bănci este, de bună seamă, să facă profit. Grosso modo, pentru atingerea obiectivului atrag resurse și fac plasamente, în special, în credite.

Pentru a putea servi cu maximă eficiență scopului propus și strategiei băncii, resursele trebuie să îndeplinească anumite cerințe:

- să fie sigure și stabile în timp - permițând, astfel realizarea unui echilibru financiar și alcătuind o bază certă a continuității procesului de creditare;
- structură avantajoasă - să cuprindă orizonturi de timp cât mai mari;
- costul să fie cât mai redus.

Cum spuneam mai sus, creditul reprezintă principalul plasament al unei bănci.

Tocmai de aceea, băncile au obligația să identifice gradul de risc asociat fiecărei cereri de împrumut și să-l calibreze acceptabil.

Iată de ce la nivelul fiecărei entități bancare întâlnim activitatea de programare a creditelor, operațiune complexă și continuă ce vizează acomodarea temporală de ansamblu a resurselor și plasamentelor, ținând cont de factorii specifici de risc. Programarea se efectuează anual și trimestrial, atât pe ansamblul instituției de credit, cât și pe subdiviziunile sale organizatorice.

De regulă, coordonarea acestei activități este în sarcina Comitetului de administrare a activelor și pasivelor, care stabilește nivelurile orientative de creditare și sursele de acoperire pe termene, în ideea asigurării solvabilității băncii chiar și după epuizarea tuturor posibilităților de refinanțare.

„Riscul e meseria mea” par să-și spună bancherii, dar până la un punct.

Prudența bancară vizează, în primul rând, capacitatea de plată a solicitanților de credit, în strânsă legătură cu dimensiunea și calitatea afacerilor pe care aceștia le desfășoară.

Se are în vedere potențialul generator de venituri și lichidități, de natură să asigure, atât rambursarea creditului, cât și plata dobânzilor aferente. Analizele nu se limitează la potențialul intern al solicitanților ci vizează, în egală măsură, influența previzibilă a factorilor externi asupra afacerilor derulate și, implicit, asupra capacității de rambursare.

În ceea ce-l privește pe debitor, un eventual drept de transfer al obligațiilor ce-i revin potrivit convenției de creditare trebuie stipulat în mod expres în textul contractului, ca și condițiile procedurale în care un asemenea transfer poate fi realizat (acordul creditorului, răspundere solidară, transfer de garanții ș. a.).

Principiul potrivit căruia „a preveni este mai ușor (și mai ieftin) decât a vindeca” își găsește o aplicabilitate cât se poate de concretă și în activitatea de creditare. Practica a arătat că majoritatea dificultăților financiare ale unor bănci au fost generate de o fundamentare superficială sau incorectă (interesată sau nu) a deciziilor în materia plasamentelor de natura creditului.

În plus, contractele de creditare conțin numeroși parametri standard, de unde și posibilitățile reduse de negociere a condițiilor de acordare. Cu excepția sumei solicitate, singurele variabile privesc perioada de rambursare și, uneori, natura garanțiilor acceptate, chiar și acestea fiind constrânse de unele limitări predeterminate.

Mai mult, din ce în ce mai preocupată de „sănătatea” sistemului bancar, Banca Națională a României, prin normele și reglementările emise (bineînțelese rafinându-le și pe cele, deja, existente)

înăsprește condițiile de prudențialitate, în demersul de-a limita expunerea la risc a instituțiilor de credit.

De exemplu, începând cu anul 2015, banca centrală a introdus o serie de reglementări privind creditarea persoanelor fizice (*Regulamentul BNR nr. 3/2015* privind limitarea riscului de credit la creditele destinate persoanelor fizice), care se realizează pe bază contractuală, în conformitate cu reglementările interne ale împrumutătorilor, aprobate de organele competente conform prevederilor actelor constitutive.

Și mai nou, prin Regulamentul nr. 4/2019, Banca Națională a României a adus noi precizări privind limitarea gradului de concentrare a expunerilor din credite în valută. Potrivit acestor prevederi, expunerea unei instituții de credit din credite în valută acordate persoanelor fizice și juridice, nu poate depăși 50% față de fondurile proprii.

3.4.2. Metode de analiză financiară

Analiza economico-financiară a activității solicitantului de credit constituie o primă etapă de identificare a capacității de rambursare, privită din punct de vedere istoric. Vom avea în vedere, în acest sens, trei paliere de evaluare și anume:

- analiza bilanțului contabil;
- analiza profitabilității, pe baza contului de profit și pierdere;
- analiza bonității clientului.

Analiza bilanțului contabil presupune existența unei serii de raportări financiare întinse pe minim trei ani, de preferință auditate și a bilanțelor de verificare din ultima sau ultimele luni, în vederea obținerii unor situații comparative și a sesizării tendințelor de evoluție a indicatorilor relevanți.

Fac obiectul analizei următoarele categorii de indicatori:

- ✓ imobilizările corporale și necorporale, în raport cu sursele lor de acoperire;
- ✓ decontările, vărsămintele, datoriile și obligațiile față de terți;
- ✓ costurile și structura acestora pe categorii.

Activele imobilizabile sunt formate din imobilizările corporale și necorporale și creditele comerciale cu scadență peste un an.

Pasivele pe termen lung sunt formate din capitalurile proprii (în sens larg), provizioanele pentru riscuri și cheltuieli și datoriile cu scadență mai mare de un an.

Datoriile curente cu scadența sub un an includ: partea mai mică de un an din datoriile nefinanciare cu scadența mai mare de un an, datoriile nefinanciare cu scadența sub un an, avansuri, premii, alte datorii și venituri înregistrate în avans.

Situația financiară a unei firme poate fi influențată și de poziția conturilor în afara bilanțului, care privesc garanțiile în favoarea altor firme (giruri, avalizări de cambii, cauțiuni), mijloacele fixe luate cu chirie, materiale primite în custodie, debitori scoși din activ ș. a.

Analiza profitabilității se realizează pe baza contului de profit și pierdere, care permite detalierea veniturilor, cheltuielilor, în general a rezultatelor aferente celor trei fluxuri economice de bază:

- fluxurile de exploatare;
- fluxurile financiare;
- fluxurile excepționale.

La nivelul activității de exploatare, evaluarea profitabilității se realizează prin intermediul următorilor indicatori:

- marja comercială = vânzări de mărfuri – costul mărfurilor vândute;
- cifra de afaceri = vânzări de mărfuri + producția vândută;
- producția exercițiului = producție vândută + producție stocată + producție imobilizată;
- volumul global al activității = producția exercițiului + vânzări de mărfuri;
- marja industrială = producția exercițiului – cheltuieli cu materii prime, materiale, energie – lucrări și servicii executate la terți;
- valoarea adăugată = producția exercițiului – cheltuieli materiale;
- excedentul brut (insuficiența brută, după caz) din exploatare = valoarea adăugată + subvenții din exploatare – impozite și vărsăminte asimilate - cheltuieli cu personalul;
- venituri totale din exploatare = cifra de afaceri + producția stocată + producția imobilizată + subvenții din exploatare + alte venituri din exploatare + venituri din provizioane privind activitatea de exploatare;
- cheltuieli totale din exploatare = cheltuieli materiale + lucrări și servicii prestate + impozite și taxe + cheltuieli cu personalul + alte cheltuieli cu amortizări și provizioane;
- rezultatul din exploatare = venituri totale din exploatare – cheltuieli totale din exploatare.

Pentru activitatea financiară vom utiliza ca indicatori de evaluare a profitabilității:

- excedentul brut financiar = venituri financiare (mai puțin cele din provizioane) – cheltuieli financiare (mai puțin amortizări și provizioane);
- rezultatul financiar = excedentul brut financiar +/- amortizări și provizioane financiare = venituri financiare totale – cheltuieli financiare totale;
- excedentul brut curent = excedent brut din exploatare + excedent brut financiar;
- rezultatul curent al exercițiului = rezultatul din exploatare + rezultatul financiar;

În mod corespunzător, pentru activitatea extraordinară se folosesc următorii indicatori de calcul al profitabilității:

- rezultatul extraordinar = venituri extraordinare – cheltuieli extraordinare.

La nivel global, profitabilitatea se determină prin agregarea indicatorilor aferenți celor trei categorii de activități:

- excedentul brut total = excedentul brut curent + rezultatul extraordinar;
- rezultatul înaintea dobânzii și impozitării profitului = rezultat curent + rezultat extraordinar – cheltuieli cu dobânzile;
- rezultatul brut al exercițiului = rezultatul curent al exercițiului + rezultatul extraordinar = venituri totale – cheltuieli totale;
- rezultatul net al exercițiului = rezultatul brut al exercițiului – impozit pe profit;
- capacitatea de autofinanțare = rezultatul net al exercițiului + amortizări și provizioane;
- capacitatea de autofinanțare netă = capacitatea de autofinanțare – dividende.

Analiza bonității solicitanților de credite se bazează tot pe informații din situațiile financiare, la care se adaugă date privind investițiile în curs de realizare. Structurarea analizei privind bonitatea se face pe trei categorii de indicatori și anume:

➤ Indicatori privind dimensiunea și structura afacerilor derulate:

- *cifra de afaceri;*
- *capitalurile proprii, global și în detaliu;*
- *rezultatul exercițiului (profit/pierdere);*
- *fondul de rulment*
- *necesarul de fond de rulment;*
- *trezoreria netă;*

- indicatori privind lichiditatea:

$$✓ \text{ lichiditate imediata} = \frac{\text{active circulante} + \text{stocuri} + \text{clienti incerti}}{\text{datorii cu scadenta sub un an}} \times 100$$

$$✓ \text{ lichiditate curenta} = \frac{\text{active circulante} + \text{stocuri nevalorificabile} + \text{clienti incerti}}{\text{datorii cu scadenta sub un an}} \times 100$$

$$✓ \text{ lichiditate viitoare} = \frac{\text{disponibilitati banesti proprii} + \text{incasari prognozate} + \text{credite si imprumuturi prognozate}}{\text{si imprumutate plati exigibile pana la finele perioadei}} \times 100$$

$$✓ \text{ solvabilitatea} = \frac{\text{total active} + \text{stocuri nevalorificabile} + \text{clienti incerti}}{\text{datorii totale} - \text{diferente de conversie pasiv}} \times 100$$

- Indicatori privind gradul de îndatorare:

$$✓ \text{ îndatorare generala} = \frac{\text{datorii totale}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

$$✓ \text{ îndatorare financiara} = \frac{\text{datorii financiare totale}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

- Indicatori privind viteza de rotație a activelor circulante, totale și pe categorii (stocuri, producție în curs de fabricație, produse finite, clienți, furnizori):

$$✓ \text{ viteza de rotatie} = \frac{\text{cifra de afaceri}}{\text{active circulante}}$$

$$✓ \text{ durata medie de stationare} = \frac{\text{stoc (sold) mediu} \times 360}{\text{cifra de afaceri}}$$

➤ Indicatori privind performanțele economico-financiare:

- indicatori privind rentabilitatea de exploatare:

$$✓ \text{ rentabilitatea bruta} = \frac{\text{excedentul brut din exploatare}}{\text{productia exercitiului}} \times 100$$

$$✓ \text{ rentabilitatea neta} = \frac{\text{rezultatul din exploatare}}{\text{cifra de afaceri}} \times 100$$

- indicatori privind rentabilitatea economică:

$$\checkmark \frac{\text{excedent brut curent}}{\text{total bilant}} \times 100$$

$$\checkmark \frac{\text{rezultatul curent}}{\text{total bilant}} \times 100$$

$$\checkmark \frac{\text{capacitate de autofinantare}}{\text{total bilant}} \times 100$$

$$\checkmark \frac{\text{rezultatul net al exercitiului}}{\text{total bilant}} \times 100$$

- indicatori privind rentabilitatea financiară:

$$\checkmark \frac{\text{capacitatea de autofinantare}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

$$\checkmark \frac{\text{rezultatul brut al exercitiului}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

$$\checkmark \frac{\text{rezultatul net al exercitiului}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100 \text{ (rata rentabilității financiare)}$$

$$\checkmark \text{riscul financiar} = \frac{\text{profit brut} + \text{dobanzi platite}}{\text{dobanzi platite}}$$

➤ Indicatori privind investițiile solicitantului:

- investiția totală;
- investiția specifică;
- durata medie (zile) a furnizorilor pentru investiții:

$$Nzf = \frac{\text{sold mediu zilnic al conturilor de furnizori ptr. investitii} \times 360}{\text{costul aprovizionarilor pentru investitii}}$$

$$\text{pragul de rentabilitate al investitiei} = \frac{\text{cheltuieli fixe}}{\text{productia (in preturi de vanzare)} + \frac{\text{cheltuieli variabile}}{\text{productia}}}} \times 100$$

$$\text{cursul (net) de revenire actualizat} = \frac{\sum_{t=1}^D \frac{\left(\text{investitii (in lei)} + \text{fonduri circulante (lei)} + \frac{\text{cheltuieli de productie (lei)}}{\text{productie (lei)}} + \frac{\text{vanzari (lei)}}{\text{productie (lei)}} \right)}{1 + \text{factor de actualizare (lei)}}}{\sum_{t=1}^D \frac{\left(\text{investitii (in valuta)} + \text{fonduri circulante (v)} + \frac{\text{cheltuieli de productie (v)}}{\text{productie (v)}} + \frac{\text{vanzari (valuta)}}{\text{productie (v)}} \right)}{(1 + \text{factor de actualizare (valuta)})^t}}$$

- $$\text{rata internă de rentabilitate} = \sum_{n=1}^t \frac{\left(\frac{\text{venituri sup lim entare}}{\text{(in urma investitiei)}} - \frac{\text{cheltuieli de investitii}}{\text{si sup lim entare de prod.}} \right)_n}{(1 + \text{rata de actualizare})^n}$$
- $$\text{durata de recuperare} = \frac{\text{profit sup lim entar (din aportul investitiei)}}{\text{valoarea investitiei + cheltuieli sup lim entare de productie}}$$

În tabelul de mai jos este prezentat punctajul indicatorilor luați în calcul pentru stabilirea bonității, în funcție de nivelurile înregistrate:

Nr. crt	Indicatori	20 puncte	15 puncte	10 puncte	5 puncte
11.	Lichiditatea generală	> 2	1,6 - 2	1,3 - 1,6	1 - 1,3
22.	Solvabilitatea patrimoniului	> 30%	20% - 30%	10% - 20%	0,1% - 10%
33.	Rata profitului brut	> 5%	3% - 5%	1,5% - 3%	0,1%- 1,5%
44.	Rata rentabilității financiare	> 10%	6% - 10%	3% - 6%	0,1% - 3%
55.	Gradul de îndatorare	0 - 0,25	0,25 - 0,50	0,50 - 0,75	0,75 - 1

În funcție de punctajul obținut, fiecare firmă va fi încadrată într-una din următoarele categorii de bonitate:

Categoria A (Standard)	85 - 100 puncte
Categoria B (În observație)	70 - 84 puncte
Categoria C (Substandard)	50 - 69 puncte
Categoria D (Îndoielnic)	25 - 49 puncte
Categoria E (Pierdere)	< 25 puncte

Iată cum se interpretează încadrarea pe categorii de bonitate:

- Categoria A - Performanțele financiare sunt foarte bune și permit achitarea obligațiilor. Totodată, se prefigurează menținerea acestor performanțe și în viitor;

- Categoria B - Performanțele financiare sunt bune sau foarte bune, dar nu pot menține acest nivel în perspectivă mai îndelungată;
- Categoria C - Performanțele financiare sunt satisfăcătoare, dar au o tendință de înrăutățire;
- Categoria D - Performanțele financiare sunt scăzute și indică o pronunțată ciclicitate, la intervale scurte de timp;
- Categoria E - Performanțele financiare arată pierderi, iar probabilitatea neachitării creditului este foarte mare.

Analiza planului de afaceri și a cash-flow-ului previzionat nu se rezumă la extrapolarea trendurilor determinate în urma analizei istoricului firmei, ci ia în considerare și posibilitățile de dezvoltare a afacerii pe seama creditului solicitat.

O primă informație relevantă în acest sens privește necesarul de finanțare, în orizontul de timp ce va constitui perioada de rambursare a creditului:

Planul de afaceri va fi însoțit de un *buget previzionat de venituri și cheltuieli*, pentru fiecare an din orizontul de timp considerat, care va cuprinde principalii indicatori ai activității economico-financiare a firmei sau a subsidiarei pentru care se solicită creditul.

Fluxul de numerar (cash-flow) este documentul sintetic de evidențiere a evoluției încasărilor și plăților, care au ca rezultat variația soldului de lichidități de la o perioadă la alta.

Analiza fluxului de numerar se realizează pe următoarele coordonate principale:

- ✓ identificarea principalelor surse generatoare de lichidități;
- ✓ identificarea factorilor de influență a capacității activității clientului de a genera lichidități;
- ✓ evaluarea capacității de rambursare a creditului, de plată a dobânzilor și comisioanelor aferente;
- ✓ elaborarea unor variante de previziune a fluxului de numerar, pornind de la ipoteze de lucru diferite (pesimiste - optimiste - medii).

La fel de importantă ca nivelul fluxului de numerar este și stabilitatea acestuia, ținând cont de faptul că, tocmai un cash flow echilibrat este de natură să asigure, în fapt, rambursarea creditului și plata costurilor adiacente.

Din punctul de vedere al băncii, scopul analizei viitorului firmei trebuie să fie acela de a evidenția riscurile afacerii pe care banca o creditează, identificarea tuturor surselor de recuperare a creditului, gradul de susținere a afacerii de către acționari, accesibilitatea firmei pe piață și costurile de

intrare într-un nou sector de activitate (când este cazul). Această analiză trebuie să se bazeze pe o serie de informații privind evoluția și perspectiva unor ramuri și sectoare de activitate, care să corespundă rigorilor băncii și necesităților clienților. Asemenea informații ar trebui să constituie, în fapt, "structura de rezistență" a politicii de creditare a băncilor pe termen mediu și lung.

Să ne reamintim

Scopul analizei viitorului firmei trebuie să fie acela de a evidenția riscurile afacerii, identificarea tuturor surselor de finanțare, gradul de susținere a afacerii de către acționari, accesibilitatea firmei pe piață și costurile de intrare într-un nou sector de activitate (când este cazul). Această analiză trebuie să se bazeze pe o serie de informații privind evoluția și perspectiva unor ramuri și sectoare de activitate, care să corespundă rigorilor pieței. Asemenea informații ar trebui să constituie, în fapt, "structura de rezistență" a deciziilor managementului



3.5. Rezumat

Cei din conducerea firmei sunt conștienți că sistemul de evaluare aplicat afectează în mod hotărâtor comportamentul managerilor și al personalului de execuție. Ei mai știu, totodată, că metodele contabile și financiare tradiționale de evaluare, cum ar fi rentabilitatea investiției și câștigul pe acțiune, pot transmite semnale înșelătoare, de natură să afecteze continuă perfecționare și inovație, activități imperios solicitate de mediul competitiv actual. De aceea top managementul efectorilor economici (în care este inclus și directorul financiar-CFO) este continuu interesat de perfecționarea metodelor de evaluare financiare, în sensul creșterii relevanței lor. Există, din păcate, voci neavizate care susțin: “Renunțați la indicatorii financiari! Îmbunătățiți indicatorii operaționali și rezultatele financiare vor veni de la sine.” Dar conducerile firmelor nu trebuie să opteze între măsurile de natură financiară și cele de ordin operațional. Studiile întreprinse pe eșantioane cuprinzând multe companii au constatat că factorii de conducere din eşaloanele superioare nu se bazează pe un singur set de măsuri, excluzându-le pe celelalte. Ei sunt conștienți că nu există un indicator unic care să poată stabili singur, cu claritate, atingerea nivelului de performanță propus sau să atragă atenția asupra zonelor critice din activitatea curentă. Top managementul folosește sinteze echilibrate, atât a indicatorilor financiari, cât și a măsurilor operaționale.



3.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Care sunt cerințele resurselor unei firme?

2. Precizați indicatorii gradului de îndatorare al unei firme și modul lor de calcul.
3. Interpretați pe scurt categoriile de bonitate ale întreprinderii.



3.7. Bibliografie recomandată

V. Dedu, *Gestiune și audit financiar*, Editura Economică, București, 2015

P. Rose, *Financial Institutions*, Irwing Mc Graw Hill, Boston, 2020.

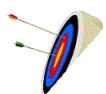
Unitatea de învățare 4.

Diagnoza întreprinderii. „Starea financiară”



4.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate analiza și evaluarea performanțelor financiare ale unei întreprinderi.



4.2. Obiectivele unității de învățare 1

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă analiza riscului financiar
- să delimiteze starea financiară a întreprinderii
- să indice apariția riscului de faliment



4.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 3 ore.



4.4. Conținut

4.4.1. Analiza riscului total al firmei

Analiza și evaluarea riscului total prin metoda punctajelor se realizează luându-se în considerare următoarele categorii de risc:

1. riscul financiar;
2. riscul comercial;
3. riscul de garanție;
4. riscul managerial;
5. riscul de senzitivitate.

1. Riscul financiar reflectă, așadar, dificultățile ce pot surveni în situația financiară a firmei, legate, mai ales, de posibilitățile de rambursare la termen a obligațiilor.

Analiza riscului financiar se efectuează cu ajutorul metodei punctajelor (Z), fundată pe modelul Conan & Holder, care permite evaluarea riscului de faliment și are la bază următoarea relație:

$$Z = 0,24X_1 + 0,22X_2 + 0,16X_3 - 0,87X_4 - 0,10X_5,$$

în care variabilele $X_1 \dots X_5$ sunt indicatori economico-financiar, iar constantele de ajustare sunt indicatori de natură statistică, explicând ponderea variabilelor în evaluarea riscului de faliment.

- X_1 = excedent brut din exploatare/datorii totale⁵;
- X_2 = capital permanent/ activ total, unde:
$$\text{capital permanent} = \text{capital propriu} + \text{datorii pe termen lung};$$
- X_3 = (active circulante - stocuri)/activ total;
- X_4 = cheltuieli financiare/cifra de afaceri;
- X_5 = cheltuieli de personal/valoarea adăugată

Interpretarea riscului de faliment se face după cum urmează:

- a. $Z > 0,16$ situația financiară a firmei este foarte bună, riscul de faliment este mai mic de 10%;
- b. $0,10 < Z < 0,16$ situația financiară este bună, riscul fiind cuprins între 10 și 30%;
- c. $0,04 < Z < 0,10$ situația financiară este în observație, riscul fiind cuprins între 30% și 65%;
- d. $Z < 0,04$ riscul de faliment este mai mare de 65%.

2. Riscul comercial (RC) reprezintă incertitudinea ce planează asupra încasării creanțelor și/sau plății furnizorilor, fiind evaluat prin indicatorii:

- a. *perioada medie de încasare a creanțelor* (PmIC), care indică numărul mediu de zile în care se încasează creanțele:

$$\text{PmIC} = \text{crențe (debitori)} / \text{cifra de afaceri} \times \text{număr de zile}$$

⁵ Modul de calcul al indicatorilor financiar a fost prezentat mai sus.

- b. *perioada medie de plată a furnizorilor* (PmPF) reflectă numărul mediu de zile în care sunt plătiți furnizorii:

$$\text{PmPF} = \text{furnizori neplătiți} / \text{cifra de afaceri} \times \text{număr de zile}$$

Evaluarea riscului : $\text{PMIC} > \text{PmPF} \rightarrow$ risc mare;

$\text{PMIC} = \text{PmPF} \rightarrow$ risc mediu;

$\text{PMIC} < \text{PmPF} \rightarrow$ risc mic;

3. Riscul de garanție (RG) este reprezentat de probabilitatea apariției unor dificultăți legate de valorificarea bunurilor aduse în garanție, în situația în care debitorul nu-și plătește obligațiile financiare..

Evaluarea riscului de garanție se face în funcție de nivelul valoric al acestuia și al rapidității posibilităților de valorificare:

- siguranță maximă: garanții necondiționate și irevocabile emise guvern, scrisori de garanție emise de bănci, bilete la ordin avalizate de bănci, gaj cu depozitare, depozite bancare;
- siguranță medie: ipoteci asupra clădirilor cu destinație spații industriale, spațiilor comerciale și a terenurilor intravilane din orașe mari și localități turistice, bunuri mobile procurate din credite, cesiuni asupra creanțelor din exporturi cu plata prin acreditive irevocabile, confirmate de bănci agree;
- garanții nesigure: clădiri cu destinația de locuit, stocuri de produse agroalimentare și industriale, de semifabricate, materii prime, ipoteci asupra clădirilor din zonele rurale și a terenurilor extravilane.

4. Riscul managerial (RM) este determinat de calitatea echipei de conducere și va fi analizat pe baza cunoașterii directe a calităților acestuia, în funcție de următoarele caracteristici:

- ✓ este (nu este) calificată și are (nu are) experiență îndelungată în domeniul în care își desfășoară activitatea compania în cauză;
- ✓ în funcție de evoluția în timp a indicatorilor economico-financiar a demonstrat (nu a demonstrat) capacitatea necesară în conducerea eficientă a afacerii;
- ✓ calitatea relațiilor cu proprietarii (asociații), cu salariații, spiritul organizatoric și de echipă, adaptarea la schimbări etc.;
- ✓ a avut nu (a avut) relații corespunzătoare cu:
 - banca: a (nu a) efectuat operațiuni prin contul deschis; a (nu a) deschis conturi la alte bănci; a (nu a) rambursat la termen împrumuturile; a (nu a) plătit la timp dobânzile;

- partenerii de afaceri: sunt (nu sunt) parteneri permanenți; și-a (nu și-a) plătit la timp furnizorii; și-a (nu și-a) încasat la timp debitorii; a avut (nu a avut) litigii cu partenerii; dacă a fost implicată în evaziuni fiscale.

5. Riscul de sensibilitate (RS) operează pentru investițiile pe termen mediu și lung.

Analiza de sensibilitate este o tehnică de analiză a riscului individual al unui proiect de investiții, care arată cât de mult se va modifica VNA (valoarea netă de actualizare) sau RIR (rata internă a rentabilității), ca reacție la modificarea unei variabile de intrare, celelalte elemente fiind constante.

Orice decizie a entităților economice, în ceea ce privește dezvoltarea și restructurarea producției, re tehnologizarea sau modernizarea fondurilor fixe, care poate fi pusă în operă prin credite, antrenează un risc în atingerea rezultatelor preconizate, datorită influenței schimbărilor ce se manifestă neîncetat în mediul tehnic, financiar, economic, social, intern și extern.

De aici, necesitatea stringentă a analizei sensibilității, precum și a coeficientului de risc, sub influența factorilor ce nu au putut fi luați în calcul în mod explicit. Asemenea schimbări pot fi: creșterea prețului materiilor prime; creșterea costului echipamentelor (între momentul elaborării antecalculației proiectului și achiziționare); creșterea salariilor; creșterea valorii investiției pe parcursul realizării ei; detenta costurilor de producție; neatingerea capacității de producție proiectată (nu ajunge la parametrii optimi scontati); prelungirea nejustificată a duratei de execuție, față de graficul proiectului.

În analiza sensibilității se folosesc doi indicatori:

- RIR_b = rata rentabilității financiare calculată prin influența fluxului de disponibilități pentru varianta de bază;
- RIR_f = rata rentabilității financiare calculată pe baza aceluiași flux de disponibilități, la care se aplică o creștere de 1% a costurilor față de venituri, ca urmare a acțiunii cumulate a factorilor de schimbare, menționați mai sus.

Coeficientul de risc față de varianta de bază (r), se calculează după formula:

$$r = (RIR_b - RIR_f) / RIR_b \times 100,$$

iar condițiile care se cer îndeplinite sunt:

- ✓ RIR_f să fie mai mare decât rata dobânzii aferentă creditului propus spre sprobare;
- ✓ $r < 75\%$.

RIR oferă imaginea globală a eficienței, în orice moment, a proiectului de investiții și este rata de actualizare pentru care VNA este zero, adică fluxul de venituri actualizat egalează fluxul de cheltuieli actualizat (break even point).

Riscul total (RT) se va determina pe seama punctajelor acordate fiecărei clase de risc, prezentate în tabelul de mai jos.

$$RT = RF + RC + RG + RM + RS$$

Clasele de risc sunt definite astfel:

- clasa I 100 - 80 puncte;
- clasa II 79 - 65 puncte;
- clasa III < 65 puncte.

Clasa de risc I - entitățile economice au performanțe financiare foarte bune, ceea ce le permite achitarea la scadență a obligațiilor. Se prefigurează menținerea acestei tendințe și în viitor, iar garanțiile oferite conferă siguranță maximă. Riscul de creditare este minim.

Clasa de risc II - performanțele financiare ale companiei sunt bune, dar nivelul actual nu poate fi, în perspectivă, menținut. Garanțiile aduse oferă o siguranță medie. Riscul de credit este mediu, avizul favorabil fiind legat de îndeplinirea unor condiții suplimentare. Sunt avute în vedere, în acest context, acțiuni pentru îmbunătățirea perspectivei financiare, pe toată durata creditului, pe de o parte, și suplimentarea garanțiilor cu elemente certe.

Clasa de risc III - rezultatele financiare sunt scăzute sau indică pierdere, nu vor putea fi achitate datoriile către bancă, iar garanțiile prezentate nu permit transformarea rapidă în lichidități. Riscul este foarte mare.

Categorii de risc	Indicatori	Punctaj
1. Risc financiar	$Z > 0,16$	50
	$0,13 < Z < 0,16$	40
	$0,10 < Z < 0,13$	30
	$0,04 < Z < 0,10$	10
2. Risc comercial		
	$PmIC < PmPF$	20
	$PmIC = PmPF$	16
	$PmIC > PmPF$	2
3. Riscul de garanție		
	- garanții sigure	20
	- garanții cu siguranță medie	10
	- garanții nesigure	2
4. Riscul managerial, din care:		
- experiență și	- echipă calificată, cu experiență mare în domeniu	5

calificare	- calificare eterogenă și experiență redusă	2
	- echipă necalificată și fără experiență	1
- relații cu banca și cu terții	- relații foarte bune cu banca și cu terții	5
	- relații bune	3
	- relații necorespunzătoare	1
5. Riscul de senzitivitate		
	$r < 75\%$	10
	$r > 75\%$	0

4.4.2. Studii de caz

Cazul I:

S.C. „A” S.A., București a solicitat băncii, în luna decembrie 2021, un credit pe termen scurt pentru activitatea curentă în sumă de 65.000 lei.

Din cererea de credit au rezultat următoarele:

- data înființării: 05.02.1991, sediul: București;
- reprezentanții legali: președintele și vicepreședintele CA, ceea ce denotă seriozitate și interes în abordarea relației cu banca;
- firma are încă de la înființare cont curent deschis la bancă, fiind un client constant, care a beneficiat anual de finanțare pentru desfășurarea activității;
- obiect de activitate: comercializarea produselor industriale și prestări de servicii în domeniul aprovizionării producătorilor agricoli particulari și a celorlalte unități economice din agricultură și industria alimentară, precum și a altor firme;
- firma are 99 de acționari deponenți ai capitalului social, subscris și vărsat și un număr de 84 de angajați permanent;
- capital social subscris și vărsat: 500.000,6 lei;
- producția anuală obținută în 2021: 1.400.000,6 lei, iar cea estimată pentru 2022: 1.500.000,3 lei; profit net în 2021: 27.940 lei, estimat pentru 2021: 34.140 lei;
- durata creditului: 12 luni, cu o perioadă de grație de 6 luni și rambursare în 6 rate lunare; data acordării: ianuarie 2022;
- grafic de rambursare: iulie 2022 → 11.000 lei

august 2022 → 11.000 lei

septembrie 2022 → 11.000 lei

octombrie 2022 → 11.000 lei

noiembrie 2022 → 11.000 lei

decembrie 2022 → 10.000 lei

- garanții: 2 ipoteci asupra imobilului reprezentând sediul central din București și asupra depozitului din Afumați, în valoare totală de 96.040 lei reprezentând 148,4% din valoarea creditului solicitat;
- documente puse la dispoziție:
 - situația patrimoniului și rezultatele financiare la 30.11.2021;
 - fluxul de disponibilități (cash-flow);
 - bugetul de venituri și cheltuieli pentru anul următor.

„Rezultatele financiare ale S.C. „A” S.A., la 30 noiembrie 2021”

Lei

Venituri din exploatare	1.472.830
Cheltuieli din exploatare	1.386.540
Excedentul brut al exploatarei	86.290
Cheltuieli financiare	39.150
Cheltuieli cu personalul	83.590
Valoare adăugată	176.600
Cifra de afaceri	1.472.830
Profit brut	51.140
Profit net	33.780

„Situția patrimoniului S.C. „A” S.A. la 30 noiembrie 2021”

Indicatori	Sume - lei
Datorii totale curente	169.740
Capital propriu permanent	172.210
Datorii pe termen lung	0
Active circulante	304.830
Stocuri	143.510
Total activ	341.960

„Alte informații valabile la 30 noiembrie 2021”

Indicatori	Sume - lei
Creanțe	33.000
Furnizori	42.000

REZOLVARE:

1. Riscul financiar:

$$Z = 0,24X1 + 0,22X2 + 0,16X3 - 0,87X4 - 0,10X5 = 0,23$$

unde: $X1$ = excedent brut din exploatare/datorii totale = 0,508

$X2$ = capital permanent/ activ total = 0,503

$X3$ = (active circulante - stocuri)/activ total = 0,4717

$X4$ = cheltuieli financiare/cifra de afaceri = 0,02658

$X5$ = cheltuieli de personal/valoarea adăugată = 0,473

Scorul Z se situează la valoarea de 0,23 și în acest caz situația financiară a firmei”A” este interpretată a fi foarte bună, cu riscul de faliment mai mic de 10%.

2. Riscul comercial:

a) perioada medie de încasare a creanțelor (PmIC)

$$PmIC = \text{crențe (debitori)}/\text{cifra de afaceri} \times \text{număr de zile}^6 = 7.4 \text{ zile} \approx 8$$

b) perioada medie de plată a furnizorilor (PmPF):

$$PmPF = \text{furnizori neplătiți}/\text{cifra de afaceri} \times \text{număr de zile} = 9.4 \text{ zile} \approx 10$$

⁶ Are valoarea de 330.

Evaluarea riscului pe seama acestor indicatori duce la concluzia unui risc redus, deoarece $PmIC < PmPF$.

3. Riscul de garanție: ținând cont că garanțiile puse la dispoziție de „A” sunt două ipoteci, s-a considerat că ele prezintă o siguranță medie pentru recuperarea valorii creditului acordat, în caz de colaps.

4. Riscul managerial: În „Referatul de analiză a creditului”, ofițerul de credite a caracterizat firma și managementul acesteia, după cum urmează:

- echipa de conducere este calificată și are experiență îndelungată în domeniul de în funcție de evoluția în timp activitate al firmei;
- în funcție de evoluția în timp a indicatorilor economico-financiari a demonstrat o gestionare eficientă a afacerii;
- conducerea firmei nu avut probleme deosebite în ceea ce privește relațiile cu acționarii sau cu salariații; a dat dovadă de abilitate și adaptabilitate la schimbările mediului economic;
- raporturile cu banca: firma a rambursat ratele și dobânda la termen; are conturi deschise la alte bănci;
- are relații de afaceri cu mulți parteneri, dintre care cu un grup (reprezentat de S.C. SCAPA S.A., AGROMECH-uri și AGROINDUSTRIAL-e) are relații permanente.

Scor: 10 puncte:

- echipă de conducere calificată, cu experiență în domeniu: 5 puncte
- relații foarte bune cu banca și cu terții ... 5 puncte

În urma acestor aprecieri s-a făcut evaluarea riscului total (RT), prezentată în continuare:

- | | | |
|-----------------------------|-----------------------------|-----------|
| 1. Riscul financiar (RF): | $Z = 0,23$ | 50 puncte |
| 2. Riscul comercial (RC): | $PmIC < PmPF$ | 10 puncte |
| 3. Riscul de garanție (RG): | garanții cu siguranță medie | 10 puncte |
| 4. Riscul managerial (RM): | | 10 puncte |

Atunci, $RT = RF + RC + RG + RM = 80$ de puncte

Firma S.C. „A” S.A. s-a încadrat în clasa I de risc, ceea ce denotă, încă o dată, că performanțele ei financiare sunt foarte bune și că garanțiile oferite băncii dau o siguranță maximă, riscul de creditare fiind minim.

Cazul II:

1. Precizați cum este apreciată evoluția indicatorilor de lichiditate, în funcție de utilizatorii informației.

Evoluția indicatorilor de lichiditate este apreciată diferit de utilizatorii informației:

- *Punctul de vedere extern* (furnizori sau bănci): dacă o companie este într-o poziție financiară dificilă, va începe să-și plătească facturile mai încet, împrumutând de la bănci sau furnizori. Dacă pasivele curente cresc mai repede decât activele curente, rata curentă va scădea, acesta fiind un semn al dificultăților.
- *Punctul de vedere intern* (management, acționari): o rata curentă ridicată înseamnă bani blocați în active neproductive; acest lucru duce la o scădere a profitabilității, deci a dividendelor sau a valorii companiei.

Este foarte important ca această rată să fie comparată cu media industriei în care acționează compania. Trebuie menționat că, în funcție de specificul ramurii, există cazuri în care nivelurile reper nu pot fi respectate.

2. Dați răspunsurile corecte la următoarele întrebări:

- Rentabilitatea activelor (ROA) este de 4% și rentabilitatea capitalului propriu (ROE) este de 6%. Determinați gradul de îndatorare (D/A):
- Determinați marja de profit în condițiile în care rotația activelor totale (TAT) este de 2,75 și rentabilitatea activelor (ROA) este de 10%:

3. La începutul anului valoarea activelor unei societăți comerciale era de 100.000 lei, iar cea a capitalurilor proprii de 40.000 lei. În cursul exercițiului financiar activele au crescut cu 20.000 lei, iar datoriile s-au diminuat cu 20.000 lei. Care este valoarea capitalurilor proprii la sfârșitul exercițiului financiar?

4. Dacă raportul datoriei/active (D/A) este 0,5, cât reprezintă raportul datoriei/capital-propriu (D/E):

Să ne reamintim

Orice decizie a entităților economice, în ceea ce privește dezvoltarea și restructurarea producției, re tehnologizarea sau modernizarea fondurilor fixe, care poate fi pusă în operă, antrenează un risc în atingerea rezultatelor preconizate, datorită influenței schimbărilor ce se manifestă neîncetat în mediul tehnic, financiar, economic, social, intern și extern.



4.5. Rezumat

Rata rentabilității financiare oferă imaginea globală a eficienței, în orice moment, a întreprinderii reflectând, prin formalizare matematică evoluția fluxurilor de venituri și a fluxurilor de cheltuieli.

Clasa de risc I - entitățile economice au performanțe financiare foarte bune, ceea ce le permite achitarea la scadență a obligațiilor. Se prefigurează menținerea acestei tendințe și în viitor, iar garanțiile oferite conferă siguranță maximă. Riscul de creditare este minim.

Clasa de risc II - performanțele financiare ale companiei sunt bune, dar nivelul actual nu poate fi, în perspectivă, menținut. Garanțiile aduse oferă o siguranță medie. Riscul de credit este mediu, avizul favorabil fiind legat de îndeplinirea unor condiții suplimentare. Sunt avute în vedere, în acest context, acțiuni pentru îmbunătățirea perspectivei financiare, pe toată durata creditului, pe de o parte, și suplimentarea garanțiilor cu elemente certe.

Clasa de risc III - rezultatele financiare sunt scăzute sau indică pierdere, nu vor putea fi achitate datoriile către bancă, iar garanțiile prezentate nu permit transformarea rapidă în lichidități. Riscul este foarte mare.



4.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. O societate comercială produce o linie de telefoane mobile. Fiecare aparat telefonic are prețul de vânzare unitar de 260 lei. Costurile fixe ale companiei sunt de 1.456.000 lei (pentru un volum de maximum 30.000 telefoane). Costurile unitare variabile sunt de 150 lei/bucată.

a) Care este profitul sau pierderea firmei pentru un volum de vânzări de 7.500 bucăți? Dar pentru un volum de 20.000 bucăți?

b) Care este pragul de rentabilitate?

c) Ce se întâmplă cu pragul de rentabilitate dacă prețul de vânzare crește la 325 lei?

d) Ce se întâmplă cu pragul de rentabilitate dacă prețul pe piață crește la 325 lei, dar costurile variabile unitare cresc și ele la 225 lei?

2. SC Impex SRL a solicitat unei bănci, în luna martie 2022, un credit pe termen scurt pentru activitatea curentă, în sumă de 800 mii lei. Rezultatele financiare și patrimoniale ale SC Impex SRL, la data de 31 decembrie 2021 sunt prezentate în tabloul următor:

INDICATORI	Sume - mii lei
Active circulante	3820
Stocuri	2870
Capital propriu	2920
Datorii curente	2330
Datorii pe termen lung	-
Total activ	7350
Cifra de afaceri	35900
Excedentul brut din exploatare	2330
Valoarea adăugată	6060
Cheltuieli financiare	1390
Cheltuieli cu personalul	3700
Profit brut	920
Profit net	640

- Calculați care este riscul financiar al firmei, utilizând metoda punctajelor(Z), bazată pe modelul J.Conan si M.Holder
- Determinați performanța financiară a entității economice (bonitatea) si interpretați rezultatele obtinute.



4.7. Bibliografie recomandată

M. Coșea, L. Nastovici, *Evaluarea riscurilor – Metode și tehnici de analiză la nivel micro și macro economic*, Editura Lux Libris, Brașov, 2018

V. Leoveanu, *Eficacitatea metodei credit-scoring în fundamentarea deciziei de finanțare*, în Revista de Finanțe Publice și Contabilitate nr. 2/2018.

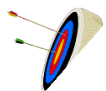
Unitatea de învățare 5.

Valoarea în timp a banilor



5.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate fundamentele dobânzii; sfera de cuprindere a ratelor dobânzii; interacțiunea ratei dobânzii cu celelalte variabile macroeconomice.



5.2. Obiectivele unității de învățare 5

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă fundamentarea ratei dobânzii
- să delimiteze rata reală a dobânzii
- să indice procesul de capitalizare continuă



5.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 5 ore.



5.4. Conținut

5.4.1. Repere teoretice

Așa după cum forțele ce acționează asupra ofertei și a cererii sunt “strunite” prin ceea ce se întâmplă pe “piața” prețurilor, tot așa, deciziile de economisire și investiții sunt rezolvate prin ceea ce se întâmplă la nivelul veniturilor, al ocupării forței de muncă și al ratei dobânzii.

Punctul de vedere tradițional, sub care este privită dobânda, este acela care o consideră ca “prețul” renunțării la un consum imediat, pentru un consum viitor. La niveluri ridicate ale ratei dobânzii, se așteaptă să scadă consumul imediat. Pe de altă parte, la paliere suficient de înalte ale ratei dobânzii, economiile pot scădea, în special, acelea făcute cu un scop precis, ca de exemplu, cele destinate concediilor, cumpărării de locuințe, autoturisme. De asemenea, o creștere a ratei dobânzii poate spori consumul și din altă motivație. Cei care economisesc prin cumpărări de acțiuni și obligațiuni, vor observa că prețul acestora se micșorează, când rata dobânzii crește (aceasta datorită relației inverse dintre prețul obligațiunilor și rata dobânzii).

Dobânda poate fi definită ca reprezentând o formă de remunerare a creditului de către debitor, pentru folosirea capitalului împrumutat. Astfel, dobânda poate fi privită ca „preț” al capitalului împrumutat și poate fi analizată, atât ca mărime absolută, cât și în mărime relativă (sub formă de rată procentuală).

Asupra dobânzii și rolului acesteia s-au formulat, în cadrul economiei de piață, mai multe accepțiuni, astfel:

- conceptul clasic (David Ricardo, Alfred Marshall) - abordează dobânda ca fiind influențată de rata profitului ce se poate obține prin folosirea capitalului sau ca preț care trebuie plătit pentru folosirea capitalului, preț stabilit ca echilibru între cererea globală de capital și stocul de capital oferit pe piață;
- conceptul neoclastic (Irving Fischer) - definește dobânda ca reprezentând prețul banilor în momentul actual exprimat în funcție de un termen viitor;
- conceptul keynesist - definește dobânda ca o recompensă pentru renunțarea la lichidități pe o anumită perioadă de timp. Potrivit aceleiași concepții, rata dobânzii poate fi un instrument de influențare a volumului de investiții și de combatere a recesiunii și șomajului.

Rata dobânzii apare, așadar, ca un preț al timpului, care, spre deosebire de prețul relativ (măsurat ca raport de schimb între două bunuri), se cuantifică sub formă de raport între valorile aceluiasi bun - Q -, luate în perioade diferite de timp (Q_0 = valoarea prezentă și Q_t = valoarea în momentul t).

Rata dobânzii originare asociată bunului Q se calculează după formula

$$r = \frac{Q_t - Q_0}{Q_0}$$

Acest tip al ratei dobânzii, exprimând prețul timpului și nu pe cel al monedei sau pe cel al utilizării monedei, operează, chiar în absența piețelor financiare, fiind întotdeauna pozitivă. Prin luarea în considerare a factorului temporal, pot fi identificate mai multe tipuri de rată a dobânzii, printre care:

- a) rata capitalizării și rata actualizării;
- b) rata de dobândă anterioară și ulterioară;
- c) rata dobânzii reale și nominale;
- d) rata dobânzii și costul creditului;
- e) rata dobânzii pure și rata de piață.

Ca unul dintre cei mai cercetați senzori macroeconomici, rata dobânzii influențează deciziile tuturor participanților la procesul economic, de la populație - care caută cel mai bun plasament pentru economii - și până la unitățile economice sau statul, care urmăresc să obțină resursele necesare finanțării activității la costul cel mai redus.

Există o mulțime de factori și variabile macroeconomice care influențează nivelul ratei dobânzii, printre care: rentabilitatea capitalului, riscul nerambursării, lichiditatea din economie, raportul dintre cererea și oferta de capital - cu caracter specific -, mediul economic, stabilitatea prețurilor, mediul de afaceri în care operează firmele, mediul politic și social - cu caracter general.

Unul dintre indicatorii macroeconomici cu care rata dobânzii se interferează accentuat, este rata de creștere a PIB, sau creșterea economică, în alte cuvinte. Corelația se face în mai mulți pași: consumul crește (atrăgând, după sine, o finanțare suplimentară, cu recurs masiv la credite) → creșterea economică are un ritm alert (cheltuielile totale se majorează, punând presiune pe cerere) → ratele dobânzii au un traiect ascendent. Invers, când PIB scade, economia își diminuează dimensiunile, → consumatorii individuali, firmele și statul își reduc cheltuielile (implicit, apelul la credite este în declin) → ratele dobânzii parcurg un traiect descendent.

Reiese clar relația (de inversă proporționalitate) dintre nivelul ratei dobânzii și nivelul PIB nominal, în sensul că un PIB mai mic a antrenat o rată înaltă a dobânzii, nivelul acesteia diminuându-se pe măsură ce PIB nominal creștea. În planul al doilea, se observă legătura direct proporțională dintre parcursul ratei dobânzii și al inflației.

5.4.2. Fundamentarea și calculul ratei dobânzii

Bineînțeles că diversitatea activității economice, precum și tipologia creditorilor și debitorilor antrenează forme diferite ale dobânzii, după cum urmează din clasificarea acestora.

Există, așadar, mai multe criterii în funcție de care se face analiza tipurilor de dobânzi.

A. Din punctul de vedere al băncii, se deosebesc: dobânda bonificată și cea percepută.

B. Din punctul de vedere al nivelului la care se practică dobânda, se disting: taxa oficială a scontului; taxa privată a scontului; dobânda practică între întreprinzători; dobânda practică pentru titluri guvernamentale și alte efecte de comerț emise de societățile comerciale.

Scontarea constituie una dintre principalele operații active ale băncilor comerciale, prin intermediul căreia întreprinzătorul cedează băncii portofoliul de efecte comerciale, în schimbul unei

sume de bani, reprezentând valoarea nominală a hârtiilor de valoare, diminuată cu un nivel al dobânzii, numit scont, care ia în considerare și riscul asumat prin acceptarea înainte de scadență.

Astfel, *taxa privată a scontului* este rata dobânzii la care băncile scontează efectele de comerț prezentate de întreprinzători, și la care se acordă credite acestora.

Taxa oficială a scontului este acel nivel al ratei dobânzii la care banca centrală scontează titlurile de valoare aflate în portofoliile băncilor și acordă împrumuturi acestora (dobânda de refinanțare). În condiții normale, rata dobânzii percepută de banca centrală este mai mică decât rata dobânzii încasată de băncile comerciale.

Prin manevrarea taxei oficiale a scontului, banca centrală poate acționa asupra volumului creditelor în economie, asupra balanței de plăți externe, asupra atragerii de capitaluri străine. Reducerea taxei oficiale a scontului antrenează o reducere corespunzătoare a ratei dobânzilor bancare, stimulează activitatea productivă și inițiativa de a investi.

În zilele noastre, ponderea creditelor acordate sub forma scontului, este în general redusă, între 5-10% din suma totală a creditelor.

Dobânda practică între întreprinzători privește rata dobânzii percepută la vânzarea mărfurilor pe datorie (creditul comercial) și are cel mai mare nivel din economie.

C. Din punctul de vedere al relației existente între rata dobânzii și rata inflației, se realizează distincția între *rata dobânzii nominale* și *rata dobânzii reale*.

Rata reală a dobânzii, cea care exprimă creșterea puterii de cumpărare actuale se obține după ajustarea ratei nominale prin inflație. Corelația dintre cele două rate se realizează prin expresia cunoscută sub denumirea “efectul Fisher”:

$$(1+r_r) = \frac{1+r_n}{1+r_{inf}},$$

notațiile având următoarea semnificație:

r_r = rata reală;

r_n = rata nominală a dobânzii;

r_{inf} = rata inflației.

Înregistrarea unei rate a dobânzii reale pozitive este rezultanta practicării unor rate ale dobânzii mai înalte în termeni nominali, acestea depășind rata inflației.

Exemplu: se consideră un credit acordat pe o perioadă de 1 an, în valoare de 100.000 um, cu o rată nominală a dobânzii de 15%. Dacă nivelul prețurilor se estimează să rămână constant de-a lungul anului, atunci, la scadență, creditorul va primi în termeni reali, cu 15% mai mult, comparativ cu suma împrumutată. Dacă, în schimb, se preconizează că prețul bunurilor și serviciilor va înregistra o creștere de 8%, rezultatul, înseamnă în termeni reali o rată de 6,48%:

$$r_r = \frac{1+15\%}{1+8\%} - 1 = \frac{1,15}{1,08} - 1 = 6,48\%$$

O rată a dobânzii reale negativă se manifestă atunci când rata nominală a dobânzii nu acoperă rata inflației. Astfel de dobânzi îi avantajează pe debitori și conduce la scăderea încrederii populației în moneda națională.

D. Din punctul de vedere al perioadei pe care se acordă creditul și al capitalizării dobânzii se disting dobânda simplă și dobânda compusă.

Calculul dobânzii prezintă deosebită importanță în activitatea practică de creditare. În cele ce urmează sunt prezentate metodele frecvent întâlnite în calculul dobânzii:

1.a) dobânda simplă se calculează în cazul în care perioada analizată este mai mică de un an, iar dobânda nu este capitalizată.

Relația de calcul⁷:

$$D = \frac{C * n_z * r}{360 * 100}, \text{ unde:}$$

D = dobânda (în suma absolută);

C = capitalul împrumutat sau valoarea depozitului;

n_z = numărul de zile până la scadență;

r = rata nominală a dobânzii, exprimată în procente.

1.b) dobânda compusă se utilizează atunci când perioada de creditare sau de depunere este mai mare de un an, iar dobânda este reinvestită la fiecare scadență.

- dacă perioada respectivă este exprimată în ani întregi, atunci dobânda se calculează astfel:

$$D = C_f - C_i = C_i(1+r)^n - C_i, \text{ în care:}$$

C_f = capital fructificat;

$(1 + r)^n$ = coeficient de fructificare;

⁷ Din punctul de vedere al calculului dobânzii, anul bancar, prin convenție, are 360 zile.

C_i = capital inițial.

- dacă perioada este exprimată într-un număr întreg de ani și în fracțiuni, atunci, calculul dobânzii se realizează astfel:

$$D = C_f - C_i = \left[C_i(1 + r)^n + \frac{C_i(1 + r)^n * n_z * r}{360 * 100} \right] - C_i = C_i(1 + r)^n \left(1 + \frac{n_z * r}{360 * 100} \right) - C_i$$

Exemplu: Se acordă un credit bancar în valoare de 5 mil. lei pe o perioadă de 250 zile, în condițiile unei rate nominale a dobânzii de 35% p.a. Dobânda aferentă acestui credit, potrivit formulei pentru dobânda simplă devine:

$$D = \frac{5.000.000 * 250 \text{ zile} * 35}{360 * 100} = 1.215.277,8 \text{ lei}$$

2. Pentru scontarea și rescontarea efectelor de comerț, dobânda, care poartă denumirea de scont, se calculează după următoarea relație:

$$S = \frac{V * n_z * r_s}{(12)360 * 100}, \text{ în care:}$$

S = scontul;

V = valoarea nominală a titlului de credit sau a efectului de comerț;

n_z = numărul de zile până la scadență (luni);

r_s = rata dobânzii sau rata scontului.

În practica bancară, relația de calcul pentru scont este următoarea:

S = numere de dobânzi/divizor fix, unde:

numărul de dobânzi = valoare nominală x n_z ,

$$\text{divizorul fix} = \frac{360 * 100}{r}.$$

Exemplu: Un întreprinzător care a vândut prin credit comercial mărfurile sale, prezintă spre scontare, la banca X o cambie, cu valoare nominală 500.000 lei, cu o durată până la scadență de 175 zile. Rata privată a scontului, practică de banca X, este 20%.

În aceste condiții, deținătorul cambiei va primi următoarea sumă:

$$S = \frac{500.00 * 175 \text{ zile} * 20}{360 * 100} = 48.611,108 \text{ lei};$$

Valoarea primită de deținător = $V_n - S = 500.000 - 48.611 = 451.389 \text{ lei};$

5.4.3. Procesul de capitalizare continuă

Instrumentele pieței financiare, ca gen proxim, și instrumentele de credit, în special, sunt analizate și evaluate prin “produsul la maturitate”, concept care reflectă cea mai bună măsură a ratei dobânzii și vom vedea în continuare de ce.

Dacă mobilizarea fondurilor disponibile din economie, de la unitățile excedentare către cele deficitare, este posibil a se realiza pe calea împrumuturilor bancare, sau pe calea emisiunilor de obligațiuni, este important din punct de vedere al ratei dobânzii, a se cunoaște care dintre aceste instrumente generează investitorului cel mai mare venit. În acest scop se utilizează și se calculează: valoarea prezentă.

În sens larg, noțiunea de valoare prezentă arată că o unitate monetară încasată peste un an are o valoare mai scăzută decât o unitate monetară prezentă. În cazul împrumuturilor, cea mai ușoară modalitate de a determina rata dobânzii este divizarea dobânzii la valoarea împrumutului. Astfel, costul împrumutului este rata dobânzii simplă.

Exemplu: Un împrumut de 500.000 lei, rambursabil la sfârșitul perioadei de un an și care antrenează o dobândă anuală de 25.000 lei, prezintă un cost dat de nivelul ratei simple a dobânzii :

$$r = \frac{25.000}{500.000} \times 100 = 5\%$$

Tot așa, un deținător de fonduri, dacă le plasează pe termen de un an, pentru aceeași sumă, la acest nivel al ratei dobânzii de 5%, va primi:

$$500.000 (1 + 0,05) = 525.000$$

Dacă, în continuare se acordă ca împrumut suma primită la sfârșitul primului an, se va ajunge la sfârșitul anului al 2 - lea la suma :

$$500.000 (1 + 0,05) (1 + 0,05) = 500.000 (1 + 0,05)^2 = 551.250$$

Prin continuarea unui asemenea raționament se ajunge la determinarea valorii prezente a unei unități monetare, potrivit ecuației: Valoarea prezentă a unei unități monetare =

$$\frac{\text{Valoarea primită la sfârșitul perioadei } n}{(1 + r)^n},$$

ceea ce arată că promisiunea de încasare a unui leu plasat pe “n” ani, nu va fi tot de 1 leu, datorită posibilităților de a câștiga în plus din dobânzile cuvenite.

Noțiunea de valoare prezentă are o deosebită utilitate întrucât permite determinarea valorii prezente a tuturor celorlalte instrumente ale pieței financiare.

În cazul obligațiunilor, valoarea actuală se calculează ca sumă a valorii prezente a cupoanelor de dobândă plătite anual și a sumei finale, care este rambursată la scadență.

Ca gen proxim, pentru orice tip de obligațiune, ecuația valorii prezente este dată de relația:

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{V_f}{(1+r)^n}, \text{ unde:}$$

- ✓ V_0 = valoarea actuală sau valoarea prezentă;
- ✓ $C_1 \dots C_n$ = cuponul anual de dobândă, pentru perioada 1...n;
- ✓ V_f = valoarea rambursată în final;
- ✓ n = numărul de ani pâna la scadență.

În această ecuație, dacă se consideră cunoscute mărimile următoare: cupon de dobândă, valoarea nominală, durata de timp până la scadență, prețul sau valoarea actuală a obligațiunii, este posibil a se determina rata dobânzii r , cunoscută sub denumirea de “produs la maturitate”.

Calculul ratei dobânzii nu este un proces facil, motiv pentru care au fost construite tabele care oferă informații cu privire la produsul la maturitate al diferitelor tipuri de obligațiuni.

De exemplu, dacă valoarea nominală a unei obligațiuni este de 5.000 lei, iar prețul curent de achiziție pe piață este de 4.800 lei, atunci pentru o perioadă de 1 an, în condițiile rambursării la valoarea nominală, ecuația se prezintă astfel:

$$4.800 = \frac{5.000}{1+r},$$

din care rezultă produsul la maturitate:

$$r = \frac{5.000 - 4.800}{4.800} \times 100 = 4,16\%$$

Produsul la maturitate este, deci, egal cu modificarea de preț, în decursul perioadei de 1 an, raportată la prețul inițial.

Trebuie știut că, produsul la maturitate este corelat negativ cu prețul curent.

De exemplu, dacă prețul curent al obligațiunii pe piață ajunge la 4.500 lei, atunci, produsul la maturitate, este:

$$r = \frac{5.000 - 4.500}{4.500} \times 100 = 11,11\%$$

Concluzia importantă, care se reliefează, este aceea că prețul curent al obligațiunilor și al tuturor celorlalte instrumente obligatare și rata dobânzii sunt corelate negativ - *când rata dobânzii crește, prețul titlurilor scade*.

În același timp trebuie făcută demarcația dintre rata dobânzii și *rata rentabilității (randamentul)*, întrucât aceasta din urmă dă dimensiunea câștigului de capital obținut de către un investitor.

Pentru orice tip de instrumente ale pieței financiare, rata rentabilității este definită în funcție de plățile către deținător la care se adaugă modificările de valoare de-a lungul perioadei în discuție.

În general, rata rentabilității se calculează prin formula:

$$R_r = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t}, \quad \text{unde:}$$

- ✓ R_r = rata rentabilității pentru deținerea unui titlu în perioada de la t la $t+1$;
- ✓ P_t = prețul la momentul t ;
- ✓ P_{t+1} = prețul la momentul $t+1$;
- ✓ C = cuponul de dobândă.

De exemplu, dacă la momentul t , o obligațiune a fost achiziționată la prețul de 15.000 lei, iar la momentul $t + 1$ prețul ajunge la 21.000 lei, în condițiile unui cupon de dobândă de 3.000 lei, rentabilitatea înregistrată de deținător va fi:

$$R_r = \frac{3.000 + 21.000 - 15.000}{15.000} \times 100 = 60\%$$

Deoarece ecuația se poate descompune în două componente, respectiv

$$\frac{C}{P_t}$$

și

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t},$$

este, prin urmare, posibilă determinarea:

- ratei produsului curent, privită ca rată a dobânzii:

$$r = \frac{C}{P_t} \times 100;$$

- ratei câștigului de capital (g):

$$g = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \times 100$$

În mod logic, ecuația ratei rentabilității se poate rescrie:

$$R_r = r + g,$$

demarcația între rata dobânzii și rata rentabilității fiind, astfel vizibilă.

- creșterea ratei dobânzii este asociată cu o scădere a prețului obligațiunii, ceea ce conduce la o pierdere de capital, în cazul acelor obligațiuni pentru care termenul de maturitate este mai mare decât perioada de deținere;
- cu cât scadența obligațiunii este mai îndepărtată, cu atât sunt mai importante modificările de preț asociate cu modificări în nivelul ratei dobânzii;
- cu cât maturitatea este mai îndepărtată, cu atât se diminuează rata rentabilității, ceea ce conduce la o traiectorie descendentă a ratei dobânzii;
- deși două obligațiuni pot avea inițial aceeași rată a dobânzii, rentabilitatea poate evolua diferit, dacă rata dobânzii crește.

Dacă scadența se întinde pe un orizont de timp mai mic, atunci, sensibilitatea prețului obligațiunilor este redusă.

Se explică astfel, comportamentul obligațiunilor pe piață, în funcție de maturitate: prețurile și rentabilitatea obligațiunilor pe termen lung sunt mai volatile (prezintă o mai mare variabilitate), comparativ cu titlurile pe termen scurt.

Din acest motiv, obligațiunile cu maturitate îndepărtată sunt considerate nesigure din punct de vedere al rentabilității scontate.

Așa, după cum reiese din cele prezentate, precum și din percepția zilnică a evoluției piețelor monetare și financiare din România și din lume, comportamentul ratei dobânzii este volatil, el (comportamentul) fiind influențat, cu precădere, de cererea și oferta de fonduri de pe piața financiară (pe termen lung), de preferința pentru lichiditate (pentru a desemna raportul cerere → ofertă de pe piața monetară, pe termen scurt) și de rata anticipată a inflației.

În acest context, nivelul de echilibru al ratei dobânzii reprezintă un barometru deosebit de cercetat în furtunile iscate permanent pe piețele monetar-financiare, întrucât în funcție de “acele” acestuia, se fac anticipări ale evoluției pieței.

Factorii care determină modificarea nivelului cererii pe *piața financiară* sunt:

- averea deținută (venitul investitorilor);
- rata de rentabilitate a titlurilor de valoare, comparativ cu cea a altor active;
- riscul titlurilor, comparativ cu cel al altor active;
- lichiditatea titlurilor.

Să ne reamintim

Alături de salariu, rentă și profit, dobânda constituie o formă consistentă a veniturilor. Reflectarea ei procentuală, rata dobânzii, determină cererea și oferta de credit, reprezentând prețul acestuia

Reiese clar relația (de inversă proporționalitate) dintre nivelul ratei dobânzii și nivelul PIB nominal, în sensul că un PIB mai mic a antrenat o rată înaltă a dobânzii, nivelul acesteia diminuându-se pe măsură ce PIB nominal creștea. În planul al doilea, se observă legătura direct proporțională dintre parcursul ratei dobânzii și al inflației.



5.5. Rezumat

Tipul de rată a dobânzii exprimând prețul timpului și nu pe cel al monedei sau pe cel al utilizării monedei, operează, chiar în absența piețelor financiare, fiind întotdeauna pozitivă. Prin luarea în considerare a factorului temporal, pot fi identificate mai multe tipuri de rată a dobânzii.

Există o mulțime de factori și variabile macroeconomice care influențează nivelul ratei dobânzii, printre care: rentabilitatea capitalului, riscul nerambursării, lichiditatea din economie, raportul dintre cererea și oferta de capital - cu caracter specific -, mediul economic, stabilitatea prețurilor, mediul de afaceri în care operează firmele, mediul politic și social - cu caracter general.

Inflația reprezintă o variabilă crucială în evoluția economiei unui stat. De nivelul ei, calculat ca indice al prețurilor de consum, depind creșterea economică, sau în sens invers, stagnarea și recesiunea. Și încă multe alte efecte colaterale.



5.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Ce semnificație are o rată a dobânzii real pozitivă?
2. Ce relații există între rata dobânzii, rata inflației și PIB nominal?
3. Se dau: rata nominală a dobânzii: 16%, iar rata inflației: 7%. Care este nivelul ratei reale a dobânzii?
4. Definiți taxa oficială a scontului
5. Suma de 3.500.000 lei este acordată sub formă de credit pentru o perioadă de 3 ani și 70 zile, în condițiile unei rate nominale a dobânzii de 25%. Rambursarea creditului se face la finalul perioadei. Care va fi dobânda plătită?
6. Un întreprinzător care a vândut prin credit comercial mărfurile sale, prezintă spre scontare, la banca X un bilet la ordin, cu valoare nominală de 2.400.000 lei, cu o durată până la scadență de 60 zile. Rata privată a scontului, practică de banca X, este 20%. Cât va încasa?
7. Ce reprezintă valoarea prezentă?



5.7. Bibliografie recomandată

J. M. Keynes, *Teoria generală a folosirii mâinii de lucru, a dobânzii și a banilor*, Editura Stiințifică, București, 1970.

T. Fitch, *Dictionary of Banking Terms*, New York, 2019.

Raportul anual al BNR pentru anul 2021



5.8. Teme de control

Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați dobânda și eroziunea capitalului.

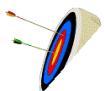
Unitatea de învățare 6.

Teoria portofoliilor de active financiare



6.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate instrumentele financiare; legătura dintre risc și randament; plasamentele financiare.



6.2. Obiectivele unității de învățare 6

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă distincția dintre investiție și plasament
- să delimiteze componentele piețelor financiare
- să indice randamentul obligațiunilor



6.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 5 ore.



6.4. Conținut

6.4.1. Definirea instrumentelor de lucru

Pentru participanții la tranzacții, care înregistrează surplus de fonduri, instrumentele financiare sunt alternative de plasament. Pentru participanții la tranzacții, care înregistrează deficit de fonduri, instrumentele financiare sunt alternative de finanțare.

Intermedierea financiară este posibilă datorită instrumentelor financiare. Depozitul bancar și creditul bancar sunt instrumente financiare. Depozitul bancar este alternativă de plasament pentru prima gospodărie, care înregistrează surplus de fonduri. Creditul bancar este alternativă de finanțare pentru a doua gospodărie, care înregistrează deficit de fonduri.

Pentru majoritatea instrumentelor financiare, existența unei relații între creditor și debitor este o caracteristică specifică.

Instrumentele financiare sunt active pentru creditori și pasive pentru debitori. Posesorul instrumentului financiar este creditorul. Emitentul instrumentului financiar este debitorul. Instrumentul financiar este creanță a posesorului asupra emitentului și, în același timp, debit al emitentului față de posesor.

Lichiditatea unui instrument financiar exprimă capacitatea acestuia de a putea fi schimbat contra unui bun sau serviciu nefinanciar sau contra unui alt instrument financiar.

Instrumentele financiare se caracterizează prin grade diferite de lichiditate. Lichiditatea unui instrument financiar este dependentă de capacitatea acestuia de a fi negociat. La rândul său, caracterul negociabil al unui instrument financiar este influențat de posibilitatea de tranzacționare a acestuia.

Instrumentele financiare includ mijloacele de plată (banii propriu-ziși), substitutele mijloacelor de plată (cvasi-banii), titlurile de credit, împrumuturile (creditele) propriu-zise, participațiile la capitalul social, aurul monetar și drepturile speciale de tragere.

Economiștii fac distincție între termenii de „investiție” și „plasament”.

Așa cum s-a precizat, din perspectivă economică, investiția desemnează cheltuielile pentru cumpărarea bunurilor de capital tehnic fix și pentru creșterea stocurilor de bunuri de capital tehnic circulant, construcțiile de locuințe, cumpărările de terenuri, în timp ce plasamentul reprezintă cumpărările de instrumente financiare.

Un economist (și mai ales un dealer) spune „plasarea surplusului de fonduri”, și nu „investirea surplusului de fonduri”. În limbajul curent, investițiile în formarea capitalului tehnic, construcțiile de locuințe, cumpărările de terenuri se numesc investiții „reale”, în timp ce cumpărările de instrumente financiare se numesc investiții „financiare”. În cele ce urmează, se utilizează termenul de „investiție” pentru a desemna, în primul rând, investițiile „reale”. Precizări explicite însoțesc utilizarea termenului cu referire la plasamente (investiții „financiare”). În schimb, se folosește fără precizări suplimentare același termen – investitor – pentru a desemna decidentul, atât în cazul unei investiții „reale”, cât și în cazul unui plasament.

Fondurile de investiții utilizează disponibilitățile bănești atrase prin vânzarea „unităților de fond” pentru plasamente în diferite instrumente financiare. Surplusurile de fonduri sunt plasate în „unitățile de fond”, iar deficitele de fonduri sunt finanțate pe seama instrumentelor financiare din portofoliul fondului de investiții.

Alte instituții financiare, cum sunt bursa de valori sau piața extra-bursieră, asigură o intermediere directă între participanții la tranzacții care înregistrează surplusuri de fonduri și participanții la tranzacții care înregistrează deficite de fonduri. Prin intermediul bursei de valori sau

al pieței extra-bursiere, un participant la tranzacții își plasează surplusul de fonduri direct în acțiuni ale anumitor societăți comerciale.

Sistemul financiar constituie cadrul instituțional al piețelor financiare. Trăsătura specială a piețelor financiare se referă la faptul că leagă prezentul și viitorul, permițând celor care economisesc să-și transforme veniturile curente în cheltuieli viitoare, iar celor care se împrumută să realizeze cheltuieli curente pe seama veniturilor viitoare.

Piețele financiare sunt piețele în cadrul cărora se tranzacționează instrumente financiare. Piețele financiare realizează corespondența dintre cererile de fonduri și ofertele de fonduri din economie.

Piața monetară, piața valutară, piața aurului și piața capitalului sunt componente ale pieței financiare. Diversificarea instrumentelor financiare determină integrarea piețelor financiare, astfel încât identificarea granițelor dintre acestea devine din ce în ce mai dificilă.

În ceea ce privește piața capitalului, se face distincție între piața primară și piața secundară. În cadrul pieței primare a capitalului, se tranzacționează emisiunile noi de acțiuni sau titluri de credit. În cadrul pieței secundare a capitalului, se tranzacționează acțiunile sau titlurile de credit emise anterior. Bursa de valori și piața extra-bursieră sunt instituții ale pieței secundare a capitalului.

Conform principiului capitalizării, prețul unui activ este determinat de capacitatea acestuia de a genera venituri în viitor.

Un activ în care s-au investit în trecut fonduri bănești semnificative poate să valoreze puțin în prezent dacă nu poate să aducă decât venituri reduse în viitor. În condițiile aceluiași venituri viitoare, creșterea ratei dobânzii determină reducerea prețului activelor. Corespunzător, reducerea ratei dobânzii determină creșterea prețului activelor.

Principiul capitalizării se aplică și în cazul instrumentelor financiare.

Pentru posesorii lor, instrumentele financiare sunt active, deoarece aduc venituri în viitor. Titlurile de credit generează venituri viitoare sub forma dobânzilor. Acțiunile generează venituri viitoare sub forma dividendelor. Capacitatea instrumentelor financiare de a aduce venituri în viitor determină prețurile acestora.

Aplicarea principiului capitalizării în cazul instrumentelor financiare ilustrează faptul că decizia de plasament se bazează pe criteriul câștigului maxim. Principiul capitalizării arată de ce prețurile instrumentelor financiare nu coincid decât ca excepție cu valoarea lor nominală.

6.4.2. Corelația dintre risc și randament

Cu cât gradul de risc al activelor este mai ridicat, cu atât randamentele lor anticipate tind să fie mai mari.

Un activ cu un anumit grad de risc este cumpărat numai dacă promite un randament corespunzător. Adversitatea față de risc reprezintă atitudinea dominantă a decidenților. Se demonstrează că dacă decidentul este un adversar al riscului, atunci curbele de indiferență grad de risc – randament sunt convexe. Creșteri succesive egale ale gradului de risc presupun creșteri succesive din ce în ce mai mari ale randamentului anticipat.

Între randamentul anticipat și gradul de risc există o corelație pozitivă. Asumarea unui grad mai ridicat de risc este recompensată de un randament anticipat mai mare. Adversarii riscului solicită creșteri din ce în ce mai mari ale randamentului anticipat la sporuri egale ale gradului de risc. Rata de actualizare poate fi ajustată astfel încât să reflecte randamentul anticipat al pieței pentru activele alternative cu un grad similar de risc:

$$A = R_F + PR \text{ unde,}$$

- ✓ A este rata de actualizare;
- ✓ R_F este randamentul fără risc al pieței;
- ✓ PR reprezintă prima de risc.

Cu cât gradul de risc este mai ridicat, cu atât prima de risc trebuie să fie mai mare.

Analiza obligațiunilor

Așadar, obligațiunea este un titlu de credit. Posesorul obligațiunii încasează dobânda acesteia la intervale prestabilite de timp, de regulă, anual sau semestrial. Emitenții obligațiunilor pot fi administrația publică centrală, administrațiile publice locale, societățile comerciale (nefinanciare sau financiare) pe acțiuni. Emitentul obligațiunii este debitorul, iar posesorul acesteia este creditorul.

Dobânda unei obligațiuni tipice este fixă și se numește cupon. O obligațiune tipică aduce posesorului acesteia cuponul la intervalele prestabilite de timp și se răscumpără la scadență la valoarea sa nominală. Raportul dintre cupon și valoarea nominală a obligațiunii se numește rata cuponului.

Pe lângă obligațiunile tipice, există și obligațiuni nerăscumpărabile, obligațiuni indexate sau obligațiuni cu rată flotantă. Obligațiunea nerăscumpărabilă are un termen infinit de scadență. Posesorul unei obligațiuni nerăscumpărabile este îndreptățit să încaseze cuponul pentru totdeauna. În cazul obligațiunilor indexate, cuponul se indexează în raport cu o măsură recunoscută a nivelului general al prețurilor. În cazul obligațiunilor cu rată flotantă, rata cuponului se modifică în raport cu

fluctuațiile ratelor dobânzii în economie. În absența unor precizări explicite, considerațiile care urmează se referă la obligațiunile tipice.

Prețurile obligațiunilor se determină pe baza cererii și a ofertei.

Valoarea nominală a obligațiunii (sau valoarea „par”), care se restituie la scadență posesorului de către emitent, este, de regulă, apropiată de prețul inițial de vânzare (la momentul emisiunii). Deseori, prețurile obligațiunilor se cotează prin raportare la valoarea nominală.

Prețurile obligațiunilor se determină pe piața capitalului. Cererea de obligațiuni este susținută de investitorii-creditori. Oferta de obligațiuni este susținută de emitenții-debitori. Piața primară este piața în cadrul căreia se vând emisiunile noi de obligațiuni. Piața secundară este piața în cadrul căreia se tranzacționează obligațiunile emise anterior.

Tranzacțiile pe piața secundară asigură lichiditatea obligațiunilor. Lichiditatea mărește atractivitatea obligațiunilor pentru investitorii-creditori deoarece fondurile împrumutate pot fi recuperate înainte de scadență prin tranzacții pe piața secundară.

Exemplu:

O obligațiune nouă cu valoarea nominală de 100000 dolari SUA se vinde în momentul emisiunii sale cu 95000 dolari SUA. Prin urmare, prețul obligațiunii la emisiune este de 95 dolari SUA la 100 dolari SUA valoare „par”.

Evaluarea obligațiunilor

Modelul valorii prezente este folosit de participanții la tranzacții pentru determinarea prețului „fair” al obligațiunilor.

Atât emitenții-debitori, cât și investitorii-creditori utilizează modelul valorii prezente pentru evaluarea obligațiunilor. Fluxul de lichidități viitoare pe seama posesiunii unei obligațiuni cuprinde plățile cuponului la intervalele prestabilite de timp, precum și răscumpărarea valorii nominale la scadență. Prețul obligațiunii se obține prin actualizarea în prezent a fluxului de lichidități viitoare. În conformitate cu interpretarea cunoscută, rata de actualizare reprezintă randamentul minim acceptabil al obligațiunii din perspectiva investitorului-creditor. Pentru emitentul-debitor, rata de actualizare reprezintă randamentul maxim pe care și-l poate permite.

Gradul de risc al obligațiunii influențează alegerea ratei de actualizare. Obligațiunile guvernamentale, emise de administrația publică, au un risc minim și de aceea rata de actualizare utilizată pentru evaluarea acestora este relativ redusă. Obligațiunile emise de societățile comerciale sunt mai riscante, astfel încât rata de actualizare utilizată pentru evaluarea acestora este comparativ mai ridicată.

Agențiile de rating „Moody’s” și „Standard & Poor’s” clasifică obligațiunile în conformitate cu gradul lor de risc. Obligațiunile cu grade mai ridicate de risc, care se evaluează pe baza unor rate de actualizare mai mari, au prețurile comparativ mai reduse. Cele mai riscante obligațiuni, cunoscute sub denumirea de obligațiuni „junk”, se evaluează pe baza celor mai ridicate rate de actualizare și, deci, au prețurile cele mai reduse.

Prețul care rezultă din modelul valorii prezente a fluxului de lichidități viitoare pe seama posesiunii obligațiunii se numește prețul „fair” al acesteia. Se consideră obligațiunea cu valoarea nominală V și cuponul anual C . Se presupune că perioada de timp până la scadență cuprinde exact n ani. Plata cuponului este anuală. Dacă R este rata de actualizare, atunci prețul „fair” prezent al obligațiunii P_{fair} se determină pe baza modelului:

$$P_{\text{fair}} = \frac{C}{1+R} + \frac{C}{(1+R)^2} + \dots + \frac{C+V}{(1+R)^n}$$

Prețul „clean” și prețul „dirty”

Prețurile de piață pentru obligațiuni apar sub formă „clean” și „dirty”.

În cazul în care o obligațiune este tranzacționată între două momente succesive, prestabilite pentru plata cuponului, o parte a acestuia se cuvine vânzătorului. Cuponul este însă încasat de cumpărător, posesor al obligațiunii în momentul plății. Deoarece posesiunea obligațiunii de către cumpărător nu acoperă întregul interval de timp dintre cele două plăți succesive ale cuponului, vânzătorul trebuie să fie compensat chiar în momentul tranzacției pentru cuponul ce i se cuvine.

Momentul tranzacției divide intervalul prestabilit de timp pentru plata cuponului – N (zile) – în două sub-intervale – N_v (zile) posesiunea vânzătorului și N_c (zile) posesiunea cumpărătorului:

$$N = N_v + N_c$$

În majoritatea piețelor, cuponul cuvenit vânzătorului se determină, prin convenție, conform formulei:

$$\text{Cupon cuvenit} = \frac{N_v}{N} \times C$$

unde C este cuponul obligațiunii.

Prețul care nu include cuponul cuvenit vânzătorului se numește preț „clean”.

Prețul care include cuponul cuvenit vânzătorului se numește preț „dirty”. Relația dintre prețul „clean” P_{clean} și prețul „dirty” P_{dirty} este:

$$P_{\text{dirty}} = P_{\text{clean}} + \text{Cupon cuvenit}$$

Obligațiunile se cotează, de regulă, la prețul „clean”, dar se tranzacționează la prețul „dirty”.

Exemplu:

În ziua de 25 mai o obligațiune cu plata semestrială a cuponului este cotate pe piață la prețul „clean” de 850 dolari SUA. Cuponul semestrial al obligațiunii este de 55 dolari SUA și se plătește la 1 iunie și 1 decembrie.

Dacă obligațiunea se tranzacționează pe 25 mai, atunci cumpărătorul va încasa integral cuponul semestrial de 55 dolari SUA pe 1 iunie. Cea mai mare parte a acestui cupon se cuvine însă vânzătorului, care a deținut obligațiunea între 1 decembrie și 24 mai (175 zile). Cumpărătorul va deține obligațiunea doar pentru 7 zile (25–31 mai), din cele 182 zile ale primului semestru (în ipoteza că anul respectiv nu este bisect).

Cuponul cuvenit vânzătorului se calculează conform formulei:

$$\frac{175}{182} \times 55 = 52,885 \text{ USD}$$

Prețul „dirty” la care se tranzacționează obligațiunea este dat de:

$$850 + 52,885 = 902,885 \text{ USD}$$

Randamentul obligațiunilor

Practica a consacrat mai mulți indicatori ai randamentului obligațiunilor.

Indicatorii randamentului obligațiunilor includ randamentul curent și randamentul la scadență.

Randamentul curent

Randamentul curent se calculează, pe bază anuală, prin raportarea cuponului anual C, la prețul „clean” P_{clean} :

$$C/P_{\text{clean}}$$

În această formulare, în care apare prețul „clean”, randamentul curent nu ia în considerare cuponul cuvenit. Această problemă se rezolvă, într-o formulare alternativă, prin raportarea cuponului anual C la prețul „dirty”

$$C/P_{\text{dirty}}$$

Randamentul curent este un indicator relativ rudimentar deoarece nu admite modificarea prețului în perioada de posesiune și, deci, ignoră câștigul (pierderea) din capital. De asemenea,

indicatorul nu operează actualizarea în prezent a fluxului de lichidități viitoare și, deci, nu recunoaște valoarea temporală a banilor.

Randamentul curent este un indicator relevant doar în cazul în care perioada de timp până la scadență este foarte lungă, astfel încât cuponul ajunge să domine câștigul (pierderea) din capital.

Exemplu:

În cazul obligațiunii din exemplul anterior, randamentul anual curent pe baza prețului „clean” la data tranzacției (25 mai) este:

$$(2 \times 55)/850 = 12,94\%$$

Randamentul la scadență

Calculul randamentului la scadență are la bază modelul valorii prezente. Randamentul la scadență reprezintă rata anualizată de actualizare pentru care valoarea prezentă a fluxului de lichidități viitoare pe seama posesiunii obligațiunii este egală cu prețul „dirty” prezent al acesteia. Trebuie remarcat faptul că valoarea prezentă a fluxului de lichidități viitoare se calculează conform convenției consacrate în practică pe piața obligațiunilor.

Se conturează două utilizări importante ale modelului valorii prezente. În prima utilizare, variabila exogenă a modelului este rata de actualizare, iar prețul „fair” prezent reprezintă variabila endogenă. În a doua utilizare, variabila exogenă a modelului este prețul „dirty” prezent, iar rata de actualizare este variabila endogenă sub forma randamentului la scadență.

Curba ratelor „spot”

„Structura la termen a ratelor dobânzii” reprezintă curba ratelor „spot” în funcție de timp.

Conform celei mai răspândite accepțiuni, scadența unei obligațiuni desemnează momentul de timp al răscumpărării acesteia. Într-o accepțiune mai largă, aplicabilă pentru majoritatea obligațiunilor, momentele prestabilite de timp pentru plata cuponului sunt, de asemenea, scadențe. În general, o obligațiune nu are o singură scadență, ci o succesiune de scadențe în corespondență directă cu fluxul de lichidități viitoare. Din această perspectivă, plățile cuponului pot fi interpretate ca o serie de răscumpărări parțiale.

Fluxul de lichidități viitoare pe seama posesiunii unei obligațiuni se poate descompune în fluxul de cupoane viitoare, de plătit la scadențele parțiale, pe de o parte, și valoarea nominală („par” sau de răscumpărare), de plătit la scadența finală, pe de altă parte. Fiecare lichiditate viitoare se actualizează în prezent la o rată „spot” corespunzătoare scadenței respective.

Se consideră o obligațiune cu plata anuală a cuponului C , care mai are exact n ani până la scadența finală. Valoarea nominală a obligațiunii este V . Cuponul din primul an al perioadei de timp până la scadența finală se actualizează în prezent cu rata „spot” pentru un an Z_1 , conform relației:

$$C/(1 + Z_1)$$

Cuponul din al doilea an până la scadența finală se actualizează în prezent cu rata „spot” pentru doi ani Z_2 , conform relației:

$$C/(1 + Z_2)^2$$

Ultimul cupon și valoarea nominală se actualizează în prezent cu rata „spot” pentru n ani Z_n , conform relației:

$$(C + V)/(1 + Z_n)^n$$

6.4.3. Linia activului financiar

Linia activului financiar reprezintă linia pieței capitalului pentru activul financiar respectiv. Linia pieței capitalului pentru activul financiar i exprimă legătura dintre randamentul anticipat al acestuia RA_i și riscul său sistemic $COR_{iM} * AS_i$ prin intermediul randamentului fără risc R_F și al prețului riscului PRISC:

$$RA_i = R_F + PRISC * COR_{iM} * AS_i$$

Explicitând prețul riscului PRISC:

$$PRISC = \frac{RA_M - R_F}{AS_M}$$

se obține:

$$RA_i = R_F + \frac{COR_{iM} * AS_i}{AS_M} * (RA_M - R_F)$$

Raportul:

$$BETA_i = \frac{COR_{iM} - AS_i}{AS_M}$$

este coeficientul BETA al activului financiar i . Linia pieței capitalului pentru activul financiar i devine:

$$RA_i = R_F + BETA_i * (RA_M - R_F)$$

Relația anterioară este cunoscută sub denumirea de linie a activului financiar i . Aceasta a fost introdusă în teoria portofoliilor de active financiare prin contribuțiile independente ale lui William Sharpe și John Lintner.

Coeficientul BETA arată modificarea randamentului anticipat al activului financiar i (RA_i) ca urmare a modificării randamentului anticipat al pieței capitalului (RA_M) cu un punct procentual.

De exemplu, în cazul în care coeficientul BETA este supraunitar, modificarea randamentului anticipat al pieței capitalului cu un punct procentual determină o modificare mai mare de un punct procentual pentru randamentul anticipat al activului financiar respectiv.

Diferența dintre RA_M și R_F este prima de risc pentru piața capitalului PR_M :

$$PR_M = RA_M - R_F$$

astfel încât, linia activului financiar i este echivalentă cu:

$$RA_i = R_F + BETA_i * PR_M$$

Prima de risc pentru activul financiar i (comparativ cu activul fără risc) PR_i este dată de relațiile:

$$PR_i = RA_i - R_F = BETA_i * (RA_M - R_F) = BETA_i * PR_M$$

Relațiile anterioare arată că dacă $BETA_i$ este supraunitar, atunci modificarea primei de risc pentru piața capitalului (PR_M) cu un punct procentual determină o modificare a primei de risc pentru activul financiar respectiv (PR_i) mai mare de un punct procentual.

Coeficientul BETA măsoară riscul sistemic al unui activ financiar comparativ cu riscul pieței capitalului.

Coeficientul BETA este un indicator al gradului de risc. Numărătorul raportului pe baza căruia se calculează coeficientul BETA pentru activul financiar i reprezintă riscul sistematic al activului financiar respectiv ($COR_{iM} * AS_i$). Numitorul raportului este riscul pieței capitalului (AS_M). Prin urmare, coeficientul compară riscul sistemic al activului financiar i cu riscul pieței capitalului. În cazul în care coeficientul BETA pentru activul financiar i este supraunitar, riscul sistemic al activului financiar respectiv este mai mare decât riscul pieței capitalului.

O formulă echivalentă pentru coeficientul BETA este:

$$BETA_i = \frac{COR_{iM} * AS_i}{AS_M} = \frac{COR_{iM} * AS_i * AS_M}{AS_M^2}$$

Deoarece:

$$COV_{iM} = COR_{iM} * AS_i * AS_M$$

$$\text{se obține: } BETA_i = \frac{COV_{iM}}{AS_M^2}$$

Coeficientul BETA pentru activul financiar fără risc este nul:

$$BETA_F = 0$$

Riscul pieței capitalului este în întregime risc sistemic, astfel încât coeficientul BETA corespunzător este unitar:

$$BETA_M = 1$$

Formal, rezultatul anterior se obține observând că:

$$COV_{MM} = AS_M^2$$

Rezultă că:

$$BETA_M = \frac{COV_{MM}}{AS_M^2} = \frac{AS_M^2}{AS_M^2} = 1$$

Deși capacitatea lor predictivă este discutabilă, linia pieței capitalului și linia activului financiar reprezintă puncte importante de reper în analizele practice.

Se pot identifica trei ipoteze principale ale teoriei portofoliilor de active financiare. Conform primei ipoteze, investitorii iau decizii în funcție de randamentul anticipat și gradul de risc. A doua ipoteză se referă la posibilitatea de a acorda și de a primi împrumuturi la o rată a dobânzii egală cu randamentul fără risc. În al treilea rând, se presupune că piața capitalului este o piață de concurență perfectă; nu există impozitare, costuri tranzacționale sau alte imperfecțiuni ale pieței, iar transparența informațională este perfectă.

Teoriile economice trebuie să fie apreciate după capacitatea lor predictivă, și nu după gradul de realism al ipotezelor care stau la baza justificării lor. Din această perspectivă, analizele empirice au evidențiat anumite limite ale modelelor teoretice privind linia pieței capitalului și linia activului

financiar. Nu s-a identificat însă nici un model economic a căruia capacitate predictivă să fie perfectă; linia pieței capitalului și linia activului financiar nu reprezintă excepții.

Cu toate acestea, concluziile teoriei portofoliilor de active financiare se regăsesc în aplicații practice. Se pot aminti aplicațiile privind analiza subevaluării sau a supraevaluării activelor financiare, precum și alegerea ratei de actualizare. Nu trebuie omis nici faptul că măsurarea riscului prin intermediul coeficientului BETA stă la baza interpretării pragmatice a teoremei de separație.

În cazul în care coordonatele unui activ financiar – gradul de risc și randamentul – nu se găsesc pe linia pieței capitalului, atunci prețul activului financiar respectiv se ajustează, în sensul deplasării celor două coordonate pe linie.

Este cunoscută relația inversă dintre prețul unui activ financiar și randamentul acestuia. Dacă prețul activului financiar se reduce, atunci randamentul acestuia crește.

Se presupune că pe piață randamentul actual al activului financiar i (R_i) este mai mare decât randamentul anticipat (RA_i), determinat conform modelului teoretic:

$$R_i > RA_i = R_F + BETA_i * (RA_M - R_F)$$

În sistemul de coordonate grad de risc – randament, activul financiar se poziționează peste linia pieței capitalului; la gradul respectiv de risc, randamentul actual este mai mare decât randamentul anticipat teoretic. Activul financiar este sub-evaluat. Concurența pe piața capitalului determină creșterea prețului activului financiar respectiv; ca urmare, randamentul acestuia se reduce.

Analog, se presupune că pe piață randamentul actual al activului financiar i (R_i) este mai mic decât randamentul anticipat (RA_i), determinat conform modelului teoretic:

$$R_i < RA_i = R_F + BETA_i * (RA_M - R_F)$$

Să ne reamintim

Pentru participanții la tranzacții, care înregistrează surplus de fonduri, instrumentele financiare sunt alternative de plasament. Pentru participanții la tranzacții, care înregistrează deficit de fonduri, instrumentele financiare sunt alternative de finanțare.

Instrumentele financiare includ mijloacele de plată (banii propriu-ziși), substitutele mijloacelor de plată (cvasi-banii), titlurile de credit, împrumuturile (creditele) propriu-zise, participațiile la capitalul social, aurul monetar și drepturile speciale de tragere.



6.5. Rezumat

Instrumentele financiare se caracterizează prin grade diferite de lichiditate. Lichiditatea unui instrument financiar este dependentă de capacitatea acestuia de a fi negociat. La rândul său, caracterul negociabil al unui instrument financiar este influențat de posibilitatea de tranzacționare a acestuia.

Aplicarea principiului capitalizării în cazul instrumentelor financiare ilustrează faptul că decizia de plasament se bazează pe criteriul câștigului maxim. Principiul capitalizării arată de ce prețurile instrumentelor financiare nu coincid decât ca excepție cu valoarea lor nominală.

Adversitatea față de risc reprezintă atitudinea dominantă a decidenților. Se demonstrează că dacă decidentul este un adversar al riscului, atunci curbele de indiferență grad de risc – randament sunt convexe. Creșteri succesive egale ale gradului de risc presupun creșteri succesive din ce în ce mai mari ale randamentului anticipat.



6.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. În ce constă lichiditatea instrumentelor financiare?
2. Distincția economică dintre termenii investiție și plasament.
3. Definiți piețele financiare.
4. Explicați, pe scurt, principiul capitalizării instrumentelor financiare.
5. O obligațiune are valoarea clean de 850 \$, valoarea dirty de 902,885 \$, iar valoarea cuponului este 110 \$. Calculați randamentul dirty.
6. O acțiune se tranzacționează la prețul de 1000 dolari SUA. Se anticipează că dividendul anual pe seama posesiunii acțiunii este de 125 dolari. Care este randamentul acțiunii pe piață?



6.7. Bibliografie recomandată

F. Lobez – Banques et marchés du credit, Ed. PUF, Paris, 2016.

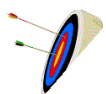
V. Scarlat, *Investiții*, Editura Mustang, București, 2017

Unitatea de învățare 7. Fundamentele investițiilor



7.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate locul investițiilor în complexul macroeconomic și importanța investițiilor.



7.2. Obiectivele unității de învățare 7

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă locul investițiilor în economie
- să delimiteze rolul investițiilor în protecția mediului
- să indice acțiunea multiplicatorului Investițiilor



7.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 3 ore.



7.4. Conținut

7.4.1. Preliminarii conceptuale

Progresul economico-social al unei economii moderne este, din ce în ce mai mult, dependent de politica investițională, de mărimea, structura și eficiența fondurilor alocate pentru dezvoltare.

Volumul investițiilor este, el însuși, mult diferit de la o perioadă la alta. Acest comportament volatil este ușor sesizabil când putem înțelege că o investiție profitabilă depinde de noi descoperiri, produse noi, resurse noi, producție și venituri mai mari.

Procesul investițional este condiționat, în mare măsură, de evoluția imprevizibilă a unor elemente, atât imanente sistemului economic, cât și exogene acestuia, cum ar fi: tehnologia,

politica, previziunile optimiste și pesimiste, încrederea populației, impozitele, taxele și cheltuielile guvernamentale, fluctuațiile masei monetare etc.

Investiția indusă înseamnă că orice contribuție la mărirea PIB se repercutează favorabil asupra ramurilor producătoare de mijloace de producție, în timp ce orice perturbare a PIB are un impact negativ asupra acestor ramuri.

Investiția indusă răspândește o lumină nouă asupra venerabilei (ca moment al apariției, dar de permanentă actualitate) întrebări care opune economisirea, consumului. Ea sună astfel: O dorință acută de a consuma (ceea ce, altfel spus, înseamnă un “înapetit” pentru economisire) determină o explozie a vânzărilor și duce la sporirea investițiilor. Pe de altă parte, o slăbire a dorinței de a consuma (sau o creștere a “apetitelui” de economisire) poate reduce presiunea inflaționistă în perioada de expansiune a veniturilor, dar în momente de recesiune poate agrava depresiunea economică și contribuie la diminuarea formării nete a capitalului. Nivelurile înalte ale consumului și investițiilor par a fi, mai degrabă, vectori cu același sens, decât divergenți, cu influențe contrarii.

Această dilemă este denumită paradoxul economisirii. Este un paradox, deoarece majoritatea dintre noi este obișnuită să considere economisirea ca având, în orice împrejurări, efecte benefice. Iar acum, o noua generație de experți financiari susține că vechile virtuți se pot transforma, în perioade de recesiune, în “păcate” moderne.

Conform înregistrărilor statistice, rareori se întâmplă să avem de-a face cu o ocupare deplină a forței de muncă. De cele mai multe ori, sistemul economic se confruntă cu șomajul, reducerea investițiilor și a puterii de cumpărare etc. Când o astfel de situație este operantă, totul are un sens contrar. Ceea ce pentru un individ este adevărat, adică extraeconomisirea înseamnă creșterea bunăstării, devine complet fals pentru societate.

Încercarea de a diminua consumul (de a economisi) se va concretiza într-o reducere a venitului (până când fiecare se va simți destul de sărac, astfel încât să nu mai încerce să economisească mai mult decât se poate investi). Mai mult, cu cât nivelul produsului final este mai mic, cu atât mai puține mijloace de producție vor fi solicitate, iar investițiile vor fi mai mici.

Acest adevăr constituie o lecție foarte utilă. Niciodată, în timpul recesiunii, nu va mai fi necesară măsura ca oamenii „să-și strângă cureaua” ca să economisească, în perspectiva reîntoarcerii la prosperitate.

Multipliatorul este o sabie cu două tăișuri. El se poate întoarce și împotriva noastră. Este adevărat, el amplifică efectul noilor investiții, dar tot el va multiplica negativ orice reducere a investițiilor.

7.4.2. Locul investițiilor în economie și societate

Într-un complex economic, investițiile ocupă un loc central, între sfera producției de bunuri și servicii, și sfera consumului, fiind un factor care influențează concomitent, atât cererea, cât și oferta. Argumentul în favoarea acestei afirmații este dat de procesele de antrenare și multiplicare a efectelor pe care le generează orice proiect de investiții, indiferent de sectorul de activitate în care se aplică. Punerea în funcțiune a unui proiect în sfera producției de bunuri și/sau servicii are ca efect sporirea și diversificarea ofertei și implicit, dacă aceasta este validată de piață, creșterea veniturilor entităților economice. În același timp, va fi influențat, direct sau prin efectul de antrenare, gradul de ocupare a forței de muncă, iar creșterea numărului de angajați și/sau a câștigurilor lor salariale conduce, în ultimă instanță, la sporirea cererii de bunuri și servicii.

Pe de altă parte, va avea loc o creștere a economiilor populației, dar și a disponibilităților financiare ale efectorilor economici, care vor putea fi orientate spre realizarea de noi proiecte de investiții.

Așadar, într-un sistem economic, activitatea de investiții joacă un dublu rol: în primul rând, unitățile economice declanșatoare de procese investitoriale, care pun în operă diverse proiecte de investiții, își sporesc oferta de bunuri și/sau servicii prin creșterea capacității lor productive, realizând venituri suplimentare, iar în al doilea rând, orice proiect de investiții va genera nevoi sau cereri suplimentare în sectoare conexe, în amonte (furnizoare de materii prime, materiale, utilități etc.) sau în aval (distribuitoare sau consumatoare ale bunurilor și serviciilor oferite).

În plan social, investițiile joacă rolul de regulator/compensator în ocuparea forței de muncă, în îmbunătățirea calității vieții. Implementarea unor proiecte sau programe de investiții antrenează modificări pe piața forței de muncă, creând o nevoie suplimentară de forță de muncă, în sectoarele care pregătesc și concretizează aceste acțiuni investitoriale (cercetare - proiectare, construcții, producția de echipamente și instalații de lucru etc.), dar mai ales la beneficiarii de proiect, care exploatează noile capacități de producție. Aceasta are ca efect, imediat sau într-un orizont de timp, mai mult sau mai puțin îndepărtat, temporizarea presiunii factorilor generatori de șomaj.

Investițiile destinate lucrărilor publice, serviciilor adresate populației, se caracterizează printr-o paletă de efecte induse de ordin social, cultural. Orice proiect de investiții din domeniul lucrărilor publice este (trebuie să fie) subordonat unei concepții generale, integratoare la nivel de colectivitate teritorială și ca atare, efectele sale vor avea un caracter benefic, dispersat la nivelul întregii comunități.

Investițiile pot fi privite și ca liant între generații, prin crearea de noi locuri de muncă pentru generația tânără, dar și prin moștenirea de capital fix, pe care aceasta o primește de la generațiile anterioare.

Nu în ultimul rând, investițiile constituie suportul material al promovării progresului tehnico-științific în diverse sectoare de activitate. Proiectele de investiții aplicate sunt mijlocul principal de valorificare a soluțiilor tehnice și tehnologice noi oferite de cercetarea științifică.

De mare actualitate este și rolul pe care este chemată să-l joace activitatea de investiții în rezolvarea marilor probleme ale lumii contemporane, referitoare la protecția mediului ambiant, refacerea echilibrului ecologic acolo unde, de cele mai multe ori din ignoranță, acesta a fost rupt. Orice proiect de investiții supus analizei de oportunitate și eficiență trebuie să aibă și componenta ecologică, iar criteriile ecologice trebuie să fie incluse în sistemul de criterii pe baza căruia se va fundamenta decizia de investiții. Spunem asta, pornind de la teza unanim recunoscută că ”mai ieftin este să previi decât să combați”. În acest context, merită remarcat faptul că instituțiile financiare internaționale pun condiții de natură ecologică, pe care trebuie să le respecte proiectele sau programele propuse spre a fi susținute financiar.

Atragerea investițiilor străine ca o activitate coerentă și deliberată, având o finalitate bine definită, presupune utilizarea unor tehnici specifice, între care un loc distinct îl ocupă acordarea de stimulente financiare, fiscale și de alta natură investitorilor.

Cele mai răspândite sunt stimulentele fiscale care includ reduceri de impozite, scutiri de impozite, taxe de import sau export reduse.

Stimulentele financiare oferite în general în țările cu economii dezvoltate, includ acordarea de sume cu titlu gratuit pentru investiții de capital, training, dezvoltarea amplasamentului investiției și a infrastructurii, credite cu dobândă redusă și altele.

Există și o a treia categorie de stimulente dificil de clasificat, care include o varietate de forme, de la vânzarea la prețuri preferențiale a terenului, construirea unei clădiri, crearea unor căi de acces, asigurarea școlarizării și acordarea de asistență în recrutarea personalului, până la identificarea unor școli internaționale pentru copiii directorilor sau asigurarea accesului la cluburile sportive locale, pentru investitori.

Din punctul de vedere al luării deciziei de a investi, acordarea de stimulente este importantă în două momente: la formularea ideii de proiect, când se întocmește o listă scurtă de posibile variante pentru investiție și la faza deciziei, când se face, practic, o opțiune între mai multe variante.

Stimulentele care se pot acorda investitorilor străini pot fi deosebit de diverse, dintre care remarcăm: participarea cu titlu gratuit la capital, până la 50% din valoarea proiectului, vânzarea terenului la preț subvenționat, închirierea de terenuri sau clădiri cu o perioadă de grație în care nu se plătește chirie, acordarea de garanții guvernamentale, subvenționarea salariilor personalului angajat de investitorul străin, suportarea de către agenția de dezvoltare a unor cheltuieli legate de

transportul și instalarea echipamentelor și utilajelor, repararea și modernizarea clădirilor existente pe cheltuiala agenției de dezvoltare, finanțarea trainingului pentru angajații investitorului străin, realizarea pe cheltuiala agenției de dezvoltare a studiilor de marketing sau a celor legate de protecția mediului.

În economia unei țări, activitatea de investiții ocupă un loc central, atât în sfera producției de bunuri și servicii, cât și în sfera consumului, influențând, atât cererea, cât și oferta. Investițiile reprezintă un adevărat stimul, generând noi activități și având ca finalitate obținerea de bunuri și servicii indispensabile unei economii sănătoase.

Să ne reamintim

Progresul economico-social al unei economii moderne este, din ce în ce mai mult, dependent de politica investițională, de mărimea, structura și eficiența fondurilor alocate pentru dezvoltare.

Volumul investițiilor este, el însuși, mult diferit de la o perioadă la alta. Acest comportament volatil este ușor sesizabil când putem înțelege că o investiție profitabilă depinde de noi descoperiri, produse noi, resurse noi, producție și venituri mai mari.

Procesul investițional este condiționat, în mare măsură, de evoluția imprevizibilă a unor elemente, atât imanente sistemului economic, cât și exogene acestuia, cum ar fi: tehnologia, politica, previziunile optimiste și pesimiste, încrederea populației, impozitele, taxele și cheltuielile guvernamentale, fluctuațiile masei monetare etc.



7.5. Rezumat

Într-un complex economic, investițiile ocupă un loc central, între sfera producției de bunuri și servicii, și sfera consumului, fiind un factor care influențează concomitent, atât cererea, cât și oferta. Punerea în funcțiune a unui proiect în sfera producției de bunuri și/sau servicii are ca efect sporirea și diversificarea ofertei și implicit creșterea veniturilor entităților economice. În același timp, va fi influențat, direct sau prin efectul de antrenare, gradul de ocupare a forței de muncă, iar creșterea numărului de angajați și/sau a câștigurilor lor salariale conduce, în ultimă instanță, la sporirea cererii de bunuri și servicii.

Investițiile destinate lucrărilor publice, serviciilor adresate populației, se caracterizează printr-o paletă de efecte induse de ordin social, cultural. Orice proiect de investiții din domeniul

lucrărilor publice este (trebuie să fie) subordonat unei concepții generale, integratoare la nivel de colectivitate teritorială și ca atare, efectele sale vor avea un caracter benefic, dispersat la la nivelul întregii comunități.

Investițiile pot fi privite și ca liant între generații, prin crearea de noi locuri de muncă pentru generația tânără, dar și prin moștenirea de capital fix, pe care aceasta o primește de la generațiile anterioare.

Nu în ultimul rând, investițiile constituie suportul material al promovării progresului tehnico-științific în diverse sectoare de activitate. Proiectele de investiții aplicate sunt mijlocul principal de valorificare a soluțiilor tehnice și tehnologice noi oferite de cercetarea științifică.



7.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Factorii exogeni care condiționează procesul investițional
2. Rolul dublu al activității investiționale
3. Stimulente fiscale pentru promovarea investițiilor
4. Care este rolul de mare actualitate al investițiilor?



7.7. Bibliografie recomandată

P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Economie Politică*, Editura Teora, București, 2000.

V. Scarlat, *Investiții*, Editura Mustang, București, 2017

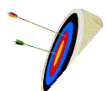
Unitatea de învățare 8.

Cadrul noțional și metodologic al investițiilor



8.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate clasificarea investițiilor; riscurile proprii procesului investițional; importanța investițiilor străine directe.



8.2. Obiectivele unității de învățare 8

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă mecanismul investițiilor
- să delimiteze tipurile de investiții
- să indice acțiunea investițiilor străine directe



8.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 3 ore.



8.4. Conținut

8.4.1. Tipologia investițiilor

În vorbirea curentă, termenul de „*investiție*” este frecvent utilizat, dar nu întotdeauna în sensul în care este definit de știința economică. În general, investiția este pusă în legătură cu o activitate care are drept obiectiv utilizarea unei sume de bani în vederea obținerii unor profituri viitoare.

Limbajul economic – mai riguros, dar și mai nuanțat – definește și analizează acest indicator economic din multiple puncte de vedere și în strânsă legătură cu obiectivele cercetării.

Sintetic, investițiile sunt definite ca „totalitatea cheltuielilor care se fac pentru cumpărarea bunurilor de capital”⁸, sau, într-o altă formulare, ele reprezintă „cheltuiala destinată creșterii sau întreținerii stocului de capital”.⁹

Institutul Național de Statistică definește *investițiile* ca fiind „cheltuielile efectuate pentru lucrări de construcții, de instalații și de montaj, pentru achiziționarea de utilaje, mijloace de transport, alte cheltuieli destinate creării de noi mijloace fixe, pentru dezvoltarea, modernizarea, reconstrucția celor existente, precum și valoarea serviciilor legate de transferul de proprietate al mijloacelor fixe existente și al terenurilor (taxe notariale, comisioane, cheltuieli de transport, de încărcare-descărcare etc).”¹⁰

Sursele oficiale de date – Anuarul Statistic al României, Buletinele INS, Raportul Anual al BNR etc. – prezintă investițiile în diverse structuri.

În primul rând se menționează *structura investițiilor pe activități ale economiei naționale și pe ramuri ale industriei*.

Investițiile sunt analizate și pe *elemente de structură*, în acest caz evidențiindu-se:

– *construcțiile* = ansamblul lucrărilor prin care se realizează construcții noi, reconstruirea, dezvoltarea, modernizarea clădirilor cu destinație industrială, agricolă etc. Tot aici se includ și lucrările de montaj ale utilajelor tehnologice și funcționale cu întregul complex de operații prin care se realizează asamblarea pe șantier a componentelor lor, precum și fixarea pe fundații a acestora (inclusiv valoarea probelor și rodajelor mecanice la utilaje și linii tehnologice);

– *utilajele (cu și fără montaj)* = mașinile, echipamentele, liniile și instalațiile tehnologice care pot funcționa numai după asigurarea lucrărilor de montaj, precum și cele care pot funcționa independent; de asemenea, în această grupă sunt cuprinse și mijloacele de transport;

– *lucrările geologice și de foraj* = ansamblul lucrărilor pentru: *identificarea de noi resurse* de substanțe minerale utile în cadrul perimetrelor aflate în exploatare, în structuri noi și în curs de cercetare; *promovarea rezervelor* de substanțe minerale utile în categorii superioare; *precizarea* unor caracteristici ale rezervelor de substanțe minerale utile în vederea încadrării lor în grupa rezervelor de bilanț; *obținerea* datelor de proiectare a construcțiilor energetice, hidrotehnice, industriale etc. pentru determinarea caracteristicilor terenurilor unde urmează să fie amplasate

⁸ N. Dobrotă (coordonator): *Dicționar de economie*, Editura Economică, București, 1999.

⁹ R. Dornbush, S. Fischer: *Macroeconomia*, Editura Sedona, Timișoara, 2017.

¹⁰ Institutul Național de Statistică: *Anuarul Statistic al României*, 2021.

obiective de investiții; *creșterea* factorului de recuperare și a ritmului de exploatare a țițeiului, prin injectarea de fluide în zăcământ;

– *alte investiții* = cheltuieli efectuate pentru cumpărarea animalelor de muncă, de producție și reproducție, plantații de vii, pomi, împăduriri, achiziționarea obiectelor de inventar gospodăresc de natura mijloacelor fixe, plata studiilor de cercetare și proiectare pentru obiective de investiții, comisionul băncilor pentru operațiuni efectuate în legătură cu investițiile.

Sursele oficiale de date prezintă investițiile și pe *forme de proprietate* (după forma de proprietate asupra capitalului social al întreprinderilor care le-au realizat, respectiv proprietatea majoritară de stat sau majoritar privată) și pe activități ale economiei naționale, potrivit „Clasificării Activităților din Economia Națională” (CAEN).

În funcție de *scopul analizei*, în teoria și practica economică se mai utilizează și alte grupări categoriale.

Astfel, în raport cu modul de folosire a bunurilor de capital, investițiile se împart în:

a) *investiții de înlocuire*

b) *investiții pentru dezvoltare sau nete*

În această grupare se are în vedere că investițiile de înlocuire sunt efectuate din sumele rezultate din amortizări, în timp ce investițiile pentru dezvoltare sunt efectuate din venit. Suma celor două categorii de mai sus formează *investițiile brute*.

O altă grupare a investițiilor, *după destinația lor*, evidențiază trei categorii de investiții:

a) *investiții economice fixe* (cheltuieli pe utilaje și instalații durabile);

b) *investiții rezidențiale*, care cuprind, în principal, investițiile în locuințe;

c) *investiții în stocuri*.

Un aspect esențial pentru teoria și practica economică în domeniul investițiilor se referă la faptul că *noțiunea de investiție este de tip tridimensional*¹¹:

a) *contabilă* – reducând investiția la noțiunea de imobilizare în sens contabil, respectiv totalitatea bunurilor mobile și imobile, corporale sau necorporale, achiziționate sau create de întreprindere, destinate a rămâne constant sub aceeași formă;

b) *economică* – reprezentând totalitatea consumurilor de resurse care se fac în prezent în speranța obținerii în viitor a unor efecte economice (venituri) eşalonate în timp și care în sumă totală, sunt superioare cheltuielilor inițiale de resurse;

¹¹ I. Românu, I. Vasilescu: *Managementul investițiilor*, Editura Mărgăritar, 1997

c) *financiară* – respectiv toate cheltuielile de resurse care generează venituri și/sau economii pe o lungă perioadă de timp în viitor și, în consecință, amortizarea lor se face pe mai mulți ani. În această abordare, valoarea reală a efortului investițional pentru realizarea unui proiect include, pe lângă costul obiectivului realizat și fondul de rulment aferent exploatării.

Dacă se urmărește analiza investițiilor ca suport material al creșterii și dezvoltării macroeconomice dar și în funcție de legătura cu un anumit obiectiv ce urmează a fi realizat, investițiile se împart în:

a) *investiții directe* – totalitatea cheltuielilor efectuate pentru realizarea propriu-zisă a obiectivului economic (achiziționarea de utilaje, montarea acestora, probe tehnologice etc.);

b) *investițiile colaterale* – cele materializate în infrastructura necesară funcționării obiectivului (transport, utilități – gaze, apă etc., telecomunicații etc.);

c) *investiții conexe* – investiții realizate în ramurile furnizoare de materii prime, materiale, combustibili destinate obiectivului analizat.

După *structura tehnologică* a cheltuielilor, investițiile se grupează în:

a) *investiții în mijloace fixe*, care cuprind

a₁) cheltuielile cu echipamente și utilaje (valoarea la obiectivul realizat, taxele aferente, cheltuielile de montaj – instalare – probe tehnologice);

a₂) achiziții și amenajări de termeni;

a₃) construcții, clădiri, amenajări;

a₄) alte mijloace fixe.

b) *cheltuieli preliminare*, care cuprind costul proiectelor, formarea personalului de exploatare, licențe, know-how, cheltuieli de constituire etc;

c) *fond de rulment* (capital de lucru).

După *gradul de risc* pe care îl reprezintă, investițiile se împart în:

a) investiții cu *risc scăzut*, în special cele de menținere și de modernizare;

b) investiții cu *risc sporit*, cele mai riscante fiind cele de expansiune și de diversificare.

O altă clasificare întâlnită în literatura de specialitate grupează investițiile în:

a) investiții financiare, concretizate în acțiuni, obligațiuni, certificate de depozit sau bonuri de tezaur;

b) investiții reale, materializate în fabrici, companii de transport, hoteluri, magazine etc.

În acest caz se apreciază că delimitarea de cele mai multe ori, nu este una precisă, riguroasă. Cele două tipuri coexistă și se pot întrepătrunde, în societatea modernă aproape orice investiție reală având și o latură financiară semnificativă.

8.4.2. Riscul investițional

Într-o concepție generală, riscul înseamnă asumarea conștientă a unor eventuale pierderi sau „posibilitatea de a te expune la pierderi” (The Oxford Dictionary, vol. III, pag. 714), sau o pierdere posibilă „pe care politica modernă se străduie să o prevină sau să o repare” (Petit Larousse illustré, pag. 900).

Activitatea economică, în general, și cea investițională, prin excelență, se desfășoară în condiții de *risc și incertitudine*. Multitudinea de factori – interni și externi, economici, sociali, ecologici, culturali, tradiții și chiar religioși – influențează orice economie, mai mult sau mai puțin.

Oricât de precauți, de documentați sunt investitorii, se apreciază că *niciodată* nu vor reuși să elimine complet incertitudinea din activitatea lor.

În general, *neasumarea* riscului poate constitui o frână în calea procesului de dezvoltare economică, de promovare a inovației, de evoluție ascendentă a omenirii, în general.

Se apreciază că, deși nu se poate face o distincție clară între incertitudine și risc, totuși o diferență există. Astfel, dacă incertitudinea este percepută ca o situație căreia nu i se pot asocia probabilități, riscul reprezintă o situație căreia i se pot asocia probabilități, într-o anumită distribuție, în funcție de factorii care îl pot determina.

După *factorii care îl generează*, se disting două tipuri de risc:

1. *riscul în afaceri* (de întreprindere), generat de evoluția rapidă a progresului tehnic și de consecințele imprevizibile ale acestuia, de modificarea comportamentelor de consum, de evoluția prețurilor, de instabilitatea cadrului economic și politic (intern și internațional) etc.;

2. *riscul financiar*, care decurge din gradul de îndatorare al investitorului, în condițiile apariției, pe parcursul derulării investiției sau al începutului producției, a unor conjuncturi nefavorabile care conduc la „volatilizarea” profiturilor.

După *dimensiunile pierderilor* pe care le presupune, riscul poate fi:

1. *risc de nivel minim sau „zero”* – la investițiile de plasament în obligațiuni (de stat sau cu garanția statului);

2. *risc redus*, la investițiile de înlocuire, la care influențele induse în procesul de producție sunt relativ reduse, ca și eventualele modificări de prețuri;

3. *risc de grad mediu*, în general la investițiile pentru creșterea productivității, acestea implicând modernizarea producției, raționalizarea locurilor de muncă etc.;

4. *risc de grad ridicat* care însoțește de regulă, investițiile de dezvoltare (expansiune). În acest caz apare incertitudinea privind comportamentul cumpărătorului, modul de reacție al concurenței, volumul vânzărilor etc.;

5. *risc de grad foarte ridicat*, la investițiile de cercetare-dezvoltare, ale căror rezultate sunt, de regulă, incerte, o serie de proiecte putându-se încheia cu eșecuri.

În funcție de *gravitatea consecințelor* asupra situației investitorului, riscul poate fi:

1. *riscul de faliment* (de ruină), care apare atunci când agentul economic este, practic, în situația de dispariție, influențele asupra legăturilor aval-amonte putând conduce la efecte nefavorabile greu de estimat și de stăpânit. Totodată, salariații vor îngroșa rândurile șomerilor, creditorii își pierd creanțele (parțial sau total), acționarii își pierd investițiile;

2. *riscul de insolvabilitate* apare atunci când agentul economic nu mai poate face față plăților. În această situație se poate interveni printr-un credit suplimentar de la bancă, se poate accepta asocierea cu un partener care poate ajuta – în anumite condiții –, sau se poate ajunge la lichidare;

3. *riscul pierderii autonomiei*, apare în situația de mai sus când, acceptând asocierea cu un partener mai puternic, o firmă își poate pierde independența;

4. *riscul scăderii rentabilității (riscul de diluare)* ca urmare a creșterii profitului în proporție mai mică decât cea estimată sau decât ritmul de creștere a capitalului.

Cunoașterea factorilor de risc într-o acțiune de investire poate constitui un avantaj în favoarea investitorului, care trebuie să monitorizeze permanent evoluția acestora și să intervină rapid, în cunoștință de cauză și să reducă influența acestor factori perturbatori și generatori de risc.

Trebuie menționat că pe piață acționează și o categorie aparte de investitori („speculatori”), care se caracterizează prin:

- a) atitudinea față de risc, el fiind atras de investițiile cu grad mare de risc;
- b) datorită acestei opțiuni, el mizează pe un profit anormal de mare;
- c) această categorie de investitori acționează pe termen scurt, în timp ce pentru o investiție „normală”, orizontul de timp este mediu și chiar lung;
- d) consideră că evoluția pe care o anticipează nu este întrevăzută de ceilalți investitori.

Se apreciază că această categorie de investitori nu constituie un factor de dezechilibru al pieței, ci dimpotrivă, un puternic factor de echilibru, datorită asumării unui risc pe care alții îl evită.

8.4.3. Investițiile străine

Evoluția fluxurilor de investiții la nivel mondial, începând cu anii '80 ai secolului XX, a impus o nouă abordare în analiza locului și rolului investițiilor străine în dezvoltarea economică a unei țări.

Investițiile directe în active productive amplasate în străinătate reprezintă, alături de tranzacțiile de export-import, licențiere și încheiere de contracte de management, una din formele principale accesibile corporațiilor moderne pentru internaționalizarea activității lor, pentru creșterea influenței pe diverse piețe și chiar dominație în unele economii.

Identificarea factorilor care determină o firmă să aleagă forma investițiilor pentru internaționalizarea activității sale, a proceselor și mecanismelor care stau la baza raționamentului de fundamentare a deciziei respective, au condus la apariția *unor teorii specifice investițiilor străine directe (ISD)*, începând încă din anii '60 ai sec. XX (Hymer, 1960).

Prima generație de teorii ale ISD apreciază că principalii determinanți ai acestora sunt imperfecțiunile piețelor de produse și factorii de producție. Aceste teorii consideră că nu există nici un fel de avantaje pentru firmele care își amplasează capacitățile de producție în străinătate.

Ca urmare a intensificării procesului de investire în străinătate, apare *a doua generație de teorii ale ISD*, reprezentată de Vernon (1966), Caves (1971), Buckley și Casson (1976) și Dunning (1977), Calvet (1981) ș.a.

Calvet distinge patru mari categorii de imperfecțiuni care au favorizat creșterea ISD:

- ipotezele dezechilibrului piețelor;
- distorsiunile induse de acțiunea guvernamentală;
- imperfecțiunile legate de structura pieței;
- imperfecțiunile prin eșecul pieței.

A treia generație de teorii asupra ISD a apărut o dată cu preocupările lui Dunning (1979) de a integra multe dintre teoriile concurente ale ISD într-o teorie eclectică a producției internaționale realizată de corporațiile transnaționale.

Baza celei de-a patra generații de teorii ale ISD sunt puse de Agarwal și Rawaswami (1992), care au aprofundat efectul interrelațiilor dintre avantajele de proprietate specifice firmei, cele de localizare privind țara gazdă și avantajele de internalizare asupra opțiunii firmelor pentru apelarea la ISD.

Tranziția fostelor țări cu economie centralizată la economia de piață a creat condiții favorabile fluxurilor de capital străin către țările respective, inclusiv către România. Pentru aceste țări, ca și pentru toate celelalte țări în curs de dezvoltare, aceste investiții străine constituie o sursă tot mai importantă de finanțare pe termen lung.

Trebuie remarcat faptul că, deși ponderea cea mai mare a investițiilor străine este orientată către țările dezvoltate, țările în curs de dezvoltare au înregistrat o evoluție ascendentă în atragerea de capital străin. Dacă în anii 1990-1992 în țările în curs de dezvoltare se concentrau cca. 18% din investițiile străine, în anii 1993-1994 ponderea acestora crescuse deja la cca. 28%, aceasta constituind cea mai spectaculoasă creștere după 1990.

Interesul pentru investițiile străine și rolul tot mai important al acestora în dezvoltarea unor economii naționale a condus la înființarea, în anul 1995, a Asociației Mondiale a Agențiilor de Promovare a Investițiilor (WAIPA), care numără, în prezent peste 100 de membri.

Efectele investițiilor străine directe asupra economiilor unei țări trebuie analizate la două *orizonturi* diferite de timp:

- În stadiu inițial, corespunzător pătrunderii investitorilor străini pe piața națională;
- În stadiu de maturitate a investițiilor străine directe.

În *primul stadiu* este posibil să nu se înregistreze o evoluție pozitivă imediată a economiei respective; deficitul balanței comerciale poate crește; șomajul poate crește ca urmare a restructurărilor impuse de investitorul străin; se înregistrează o accelerare a modificărilor structurale din economie.

În cel de-al *doilea stadiu* se înregistrează o accelerare a creșterii economice însoțită de ameliorarea balanței comerciale – prin creșterea exporturilor – și de repatrierea crescândă a profiturilor.

Să ne reamintim

Sintetic, investițiile sunt definite ca „totalitatea cheltuielilor care se fac pentru cumpărarea bunurilor de capital” sau, într-o altă formulare, ele reprezintă „cheltuiala destinată creșterii sau întreținerii stocului de capital”.

Institutul Național de Statistică definește *investițiile* ca fiind „cheltuielile efectuate pentru lucrări de construcții, de instalații și de montaj, pentru achiziționarea de utilaje, mijloace de transport, alte cheltuieli destinate creării de noi mijloace fixe, pentru dezvoltarea, modernizarea, reconstrucția celor existente, precum și valoarea serviciilor legate de transferul de proprietate al

mijloacelor fixe existente și al terenurilor (taxe notariale, comisioane, cheltuieli de transport, de încărcare-descărcare etc).”



8.5. Rezumat

Apreciez că în analizele care se efectuează privind proiectele de investiții, aspectele legate de influența asupra mediului înconjurător sunt insuficient aprofundate și evidențiate, deși legal există asemenea cerințe.

Totodată, deși se vorbește adesea, se ignoră o categorie de investiții de care depinde, pe termen lung, viitorul oricărei economii și al unei națiuni în ansamblul său: investiția în OM, în cultura și pregătirea lui generală, în starea lui de sănătate etc.

În concluzie, consider că investiția trebuie să reflecte orice tip de cheltuială de resurse făcută (atât în economie, cât și în sfera socialului), pentru crearea condițiilor materiale și spirituale (comportamentale), în vederea obținerii în viitor, a unor efecte dorite (la nivel național, de grup și individual). instituții de creit, de la alte instituții financiare sau, după caz, din alte surse prevăzute în legi speciale.



8.6. Teste de autoevaluare a cunoștințelor

1. Definiția investițiilor conform Dicționarului de economie
2. Componenta investițiilor pe elemente de structură
3. Clasificați investițiile după structura tehnologică a cheltuielilor
4. Explicați sintagma „investițiile sunt de tip tridimensional”
5. Tipuri de risc după factorii generatori
6. Caracteristicile acțiunii speculatorilor
7. Câte generații de teorii ale ISD cunoașteți?
8. Care sunt, după Calvet, imperfecțiunile care au favorizat creșterea ISD?
9. Pe câte orizonturi de timp se analizează efectele ISD asupra economiei unei țări?



8.7. Bibliografie recomandată

Institutul Național de Statistică: *Anuarul Statistic al României*, 2021

N. Dobrotă (coordonator): *Dicționar de economie*, Editura Economică, București, 2007

I. Românu, I. Vasilescu: *Managementul investițiilor*, Editura Mărgăritar, 1997

D. Jula: *Macroeconomie*, Editura Mustang, 2019

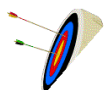
Unitatea de învățare 9.

Elaborarea proiectelor de investiții



9.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate elementele esențiale ale proiectului de investiții și fazele procesului investițional.



9.2. Obiectivele unității de învățare 5

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă fundamentele studiului de fezabilitate
- să delimiteze etapele unui proiect de investiții
- să indice momentul scoaterii din funcțiune a unei investiții



9.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 5 ore.



9.4. Conținut

9.4.1. Coordonatele proiectului de investiții

O definiție sugestivă pentru un proiect productiv generator de bunuri și/sau servicii arată că *”proiectul este un ansamblu optimal de acțiuni cu caracter de investiții, bazat pe o planificare sectorială, globală și coerentă, grație căruia, o combinație definită de resurse materiale, umane generează o dezvoltare economică și socială de o valoare determinată¹²”*.

Prin urmare, orice proiect de investiții cuprinde următoarele elemente:

- un subiect, persoană fizică sau organizație care investește;
- un obiect, care cuprine mijloace în care se investește;
- un cost, reprezentând resursele financiare alocate investițiilor sau efortul făcut de investitor;
- efectul sau valoarea economică, rezultată în urma investiției.

¹² Ș. Iorga, Seminar *Project Management* by FGT Canada, București, 2017

Se poate spune, prin urmare, că un proiect de investiție are în germen o cheltuială certă prin care se scontează obținerea de efecte benefice în viitor. Bineînțeles că, aceste efecte trebuie prognozate (ceea ce presupune și o evaluare riguroasă) în condiții de risc.

Reiese din context ideea că investițiile pot fi abordate, în primul rând ca o cheltuială, respectiv o resursă de tip avansat (în sensul că este utilizată în prezent și va duce la obținerea de efecte viitoare) și, în al doilea rând ca un proces formând demersul investițional propriu-zis.

Pornind de la premiza investițiilor productive, cheltuielile generate se grupează în:

1. cheltuieli principale – legate direct de mijloacele fixe, cheltuieli de achiziție, cheltuieli de producție etc.;
2. cheltuieli derivate – care nu sunt legate în mod direct de mijloacele fixe (spre exemplu, cheltuieli cu studii de teren).

Tot aici sunt cuprinse și unele cheltuieli care nu sunt de natura investițiilor, dar, care prin rolul lor servesc procesul investițional, cum ar fi:

- cheltuieli asimilate investițiilor: prospecțiuni, cheltuieli de foraj etc.;
- cheltuieli pentru pregătirea și prognozarea investițiilor : licențe, elaborarea de subproiecte;
- lucrări de îmbunătățiri funciare; împădurirea unor terenuri, plantatii pomi-viticole și achiziții de animale.

Pe baza rezultatelor antemăsurătorilor și a prețurilor unitare și a tarifelor se obține antecalculația – ofertă pe categorii de lucrări defalcată pe:

- cheltuieli directe structurate pe materiale, manoperă, utilaje
- cheltuieli generale
- profit

Macheta devizului poate arăta astfel:

- lei -

Lucrarea	Cantitatea	Preț unitar	Materiale	Manoperă	Utilaje	Total
CB 4a	200 m ²	30	600	500	100	1.200
Cofrare Beton		25				
armat		5				
...	...	...	...	...	...	...

Cheltuieli directe	1.200
Cheltuieli indirecte – 7%	84
Cheltuieli cu administrația generală – 4%	48
Marjă profit – 12%	144
Total	1.476

9.4.2. Etapele procesului investițional

Este de interes să cunoaștem care sunt etapele procesului de investiții:

I. Cererea de investiție – incumbă apariția unei nevoi, pentru a cărei satisfacere este necesară constituirea de noi mijloace fixe sau dezvoltarea și lărgirea celor existente. Cererea de investiție este cea care declanșează procesul investițional.

II. Capacitatea economică de a investi – presupune existența resurselor materiale, financiare și umane care pot fi alocate în procesul investițional.

Devizele proiectului sunt elemente de calcul și evaluare a costului de realizare a proiectului având la bază operațiuni de antemăsurare și antecalculații. În forma lor dezvoltată devizele sunt de trei feluri; deviz pe categorii de lucrări, deviz pe categorii de cheltuieli și devizul general.

III. Decizia de investiție – este luată în funcție de cererea de investiții și de capacitatea economică de investiții. Principala caracteristică a deciziei de investiții este *unicitatea*, deoarece sistemul care se crează prin ducerea la îndeplinire a deciziei nu mai poate fi corelat decât printr-o altă decizie de investiție, în cu totul alte condiții de cantitate și calitate.

Decizia de investiție este luată în mai multe faze: a) formularea și analiza problemei; b) documentarea și informarea; c) stabilirea criteriilor; d) stabilirea obiectivelor; e) determinarea rezultatului și identificarea variantelor; f) alegerea soluției optime; g) adoptarea strategiei de acțiune.

Se reliefează, totodată, că decizia de investiție este o hotărâre strategică, pe un orizont de timp îndelungat.

Dificultatea de a stabili cu exactitate limitele procesului de pregătire a proiectului ne obligă să o definim prin ceea ce trebuie să cuprindă această fază; "toate activitățile necesare aducerii proiectului în stadiu de a fi recunoscut ca realizabil din mai multe puncte de vedere: tehnic,

economic, comercial, financiar, instituțional, și creează premisele de a-l evalua. Pregătirea se poate face în doua trepte:

- analiza preliminară concretizată în "studiul de prefezabilitate";
- formularea proiectului încheiată prin "studiul de fezabilitate".

Dacă studiul de oportunitate este complet, bine articulat și fundamentat se poate renunța la elaborarea studiului de prefezabilitate. Concomitent cu elaborarea acestor documente, la cererea promotorului de proiect se pot realiza și studii auxiliare (funcționale) ce vor servi procesului de fundamentare a proiectului prin care se rezolvă punctual probleme specifice cum ar fi: amplasament, marimea capacității de producție, alegerea echipamentelor tehnologice, teste de laborator / stații pilot, etc.

Șansele de succes ale unui proiect depind în foarte mare măsură de profesionalismul cu care este depășită faza de elaborare. În fază preinvestițională de pregătire a proiectului, analiza are un caracter complex interdisciplinar, specialiștii fiind de acord cu analiza proiectului din punct de vedere: tehnic, instituțional, social, comercial, economic, financiar.

Analiza din punct de vedere tehnic stabilește fezabilitatea soluțiilor constructive, tehnice și tehnologice adoptate în cadrul proiectului. De aceea, estimările și avizele trebuie să fie făcute de oameni cu competență în domeniul respectiv. Principalele probleme ce trebuiesc studiate de tehnicieni se referă la mărimea capacității de prelucrare/producție, tehnologii de fabricație, resursele necesare realizării proiectului, amplasament, sisteme de programare și urmărire a execuției

Stabilirea mărimii capacității de producție depinde de factori economici de eficiența utilizării resurelor, de randamentul utilajelor, de dimensiunea pieței produselor .

Problema debușeelor este importantă pentru a evita risipa, stocurile fără mișcare. Există tentația de supradimensionare, din dorința de a beneficia de economii, dar ea poate fi costisitoare, dacă în cel mai scurt timp surplusul de capacitate nu își are acoperire în cerere.

IV. Programarea investițiilor – se referă la elaborarea de programe pentru îndeplinirea demersului investițional și corelarea acestora cu alte programe de activitate.

V. Alocarea resurselor – este etapa constituirii reale a resurselor de investiții și repartizarea acestora în timp și pe obiective.

Din punct de vedere economic această strategie se transpune în graficul de eşalonare a cheltuielilor de investiții. Eşalonarea investiției pe durata de execuție are influența majoră asupra eficienței proiectului. Optimizarea eşalonării este o problemă care ține mai mult de latura calitativă a procesului de proiectare, de experiență specialiștilor proiectanți.

Eșalonarea progresivă este cea mai eficientă deoarece creează premisa obținerii celor mai mici pierderi de venit net pe durata de execuție. Este în același timp și operațională dat fiind faptul că, de regulă în procesul de execuție fondurile cele mai importante se imobilizează în echipamente și instalații de lucru care se montează în partea finală a execuției. Pentru ca premisa să devină realitate încă din faza de negocieri-contractări trebuie evitat să se creeze stocuri de echipamente printr-o politică nefericită de aprovizionare. Eșalonarea regresivă este tocmai rodul unei astfel de politici de aprovizionare când, din spirit de prudență exagerată se face o aprovizionare în avans, uneori justificată dar de cele mai multe ori dintr-o greșită concepție managerială.

VI. Realizarea efectivă a obiectivelor de investiții – presupune concretizarea fizică, în natură a lucrărilor și activităților stabilite în proiectul respectiv, în convergență cu tehnologiile și programul calendaristic de execuție adoptate.

În procesul de realizare a proiectului, ansamblul construcțiilor, instalațiilor amenajărilor de teren pe amplasamentul ales, este numit generic de managerii proiectului “obiectiv de investiții”. În funcție de amploarea și complexitatea proiectului, și din nevoia de a se asigura o bună corelare și coordonare a activităților pe șantier, obiectivul se poate împărți în “obiecte de investiții”.

Durata etapei de realizare a proiectului prezintă interes deosebit din punct de vedere al mărimi sale, al consumului de resurse și nu în ultimul rând, al corelării acțiunii actorilor și coordonării lucrărilor. De aceea nu trebuie privită ca simplă însumare a duratelor activităților ce concură la implementarea proiectului, care se desfășoară succesiv sau simultan.

Durata de execuție se studiază cu ajutorul modelelor matematice specifice teoriei grafurilor sau cu ajutorul graficului Gantt. Aceste modele sunt de un real folos pentru conducerea operativă a lucrărilor de proiectare și execuție.

Terminarea din punct de vedere fizic a instalațiilor presupune finalizarea construcției diferitelor elemente structurale ale unei unități de producție, inclusiv montajul echipamentelor și al instalațiilor de lucru și deci, finalizarea contractelor specifice.

VII. Darea în funcțiune a obiectivului de investiții. Terminarea execuției și trecerea la etapa de exploatare constituie un moment important în viața proiectului. Atunci are loc transferul de proprietate și de riscuri între executant/furnizor și beneficiar, viitorul proprietar. Pentru depășirea acestui moment important se desfășoară o serie de lucrări pregătitoare (cu precădere în cadrul sistemelor tehnice complexe) cum ar fi: probe mecanice, rodajul mecanic în gol și în sarcină, probe de performanță tehnologică, recepția lucrărilor de construcții-montaj, a punerii în funcțiune și respectiv a bunei funcționări a echipamentelor și instalațiilor.

Finalizarea proiectului este o noțiune importantă pentru ca atunci se face trecerea de la faza de investiție și deci, de consumare de resurse, la faza de exploatare deci, de rambursare a datoriilor.

Pentru a introduce o logică în complexitatea acțiunilor și sarcinilor specialiștii definesc mai multe momente de terminare:

a) Finalizarea tehnică este declarată când ansamblul realizat funcționează și reprezintă momentul la care: toate instalațiile proiectului sunt terminate conform criteriilor impuse prin contractul de construcție, lucrările efectuate sunt acceptate de beneficiarul proiectului/proprietarul, au fost obținute toate autorizațiile și permisele de funcționare, testele tehnice făcute de experți au fost trecute cu succes, expertul emite către finanțator certificatul care atestă că toate condițiile de construcție, definite mai înainte, sunt realizate, finanțatorul acceptă certificatul primit de la inginerul independent;

b) Finalizarea din punct de vedere financiar nu poate fi declarată decât după finalizarea tehnică și dacă sunt îndeplinite anumite condiții: primele rate onorate, contul de rezerve completat etc.

VIII. Atingerea parametrilor proiectați trebuie realizată conform programului. Pe durata realizării investițiilor, mijloacele materiale, umane și bănești sunt imobilizate, nu produc efecte economice imediate. Aceste imobilizări de fonduri sunt echivalente unor pierderi. Dacă în atingerea parametrilor proiectați se produc întârzieri, atunci pierderile convenționale se transformă în pierderi reale cu implicații economice negative.

IX. Funcționarea în regim proiectat în decursul duratei economice de funcționare a obiectivului. Este *etapa de exploatare*, în literatura de specialitate numită și “durata de viață utilă”; este perioada în care se obțin, eșalonat, rezultatele utile scontate. Durata de viață utilă a proiectului nu trebuie să fie confundată cu durata de amortizare contabilă a investiției. Investiția este subiect al procesului de amortizare, prin depreciere care, din punct de vedere contabil, se constată și se evidențiază prin diminuarea valorii sale în timp. Această diminuare este rezultatul uzurii, prin utilizare sau datorită progresului tehnic - prin învechire. Deci, din punct de vedere contabil, durata de viață a investiției este acel interval de timp în care imobilizările se amortizează complet și de regulă este stabilit prin acte normative. Astfel, în cazul amortizării liniare, clădirile se amortizează în 20-25 ani, echipamentele de lucru, utilajele în 10-15 ani, materialul rulant în 5 ani etc.

Durata de viață utilă (perioada de exploatare/funcționare) a proiectului se stabilește analizând mărimea următoarelor durate ce caracterizează un sistem tehnic:

1. *Durata fizică a activelor imobilizate* (echipamente, clădiri etc) - care se poate determina relativ exact, pe baza caracteristicilor tehnico-constructive și se exprimă în timp de funcționare (ore, ani

etc.). Prin modele adecvate, luându-se în considerare cheltuielile de întreținere și reparații și valoarea reziduală (de revânzare), se poate stabili o mărime optimă a acestei durate.

2. *Durata de viață tehnologică* este determinată de ritmul schimbărilor tehnologice în domeniul respectiv de activitate. Mărimea sa exprimă “intervalul de timp dintre momentul punerii în funcțiune a echipamentelor/tehnologiei și momentul estimat al apariției pe piață a unui nou echipament/tehnologie cu aceleași caracteristici funcționale dar cu performanțe tehnice superioare”. Apariția acestora creează nevoia de schimbare a vechiului utilaj demodat, de slab randament chiar înainte de expirarea duratei sale fizice de funcționare.

3. *Durata de viață a produsului* este perioada de succes comercial a produsului fabricat sau perioada de exploatare economică a unui zăcămint etc.

Această perioadă este importantă, mai ales în cazul proiectelor specifice pe produs (carriere, exploatare forestiere, miniere ș.a) unde instalațiile nu pot fi reconvertite la dispariția produsului pentru care s-a realizat proiectul.

În unele situații se poate vorbi și de o durată în sens juridic. Este vorba de proiecte a căror funcționare este reglementată prin acte juridice de exemplu: o instalație va funcționa atât timp cât este prevăzut prin acordul de licență, prelungirea sa ulterioară este un act de voință al părților.

X. Scoaterea din funcțiune

Să ne reamintim

O definiție sugestivă pentru un proiect productiv generator de bunuri și/sau servicii arată că *”proiectul este un ansamblu optimal de acțiuni cu caracter de investiții, bazat pe o planificare sectorială, globală și coerentă, grație căruia, o combinație definită de resurse materiale, umane generează o dezvoltare economică și socială de o valoare determinată”*

Investițiile pot fi abordate, în primul rând ca o cheltuială, respectiv o resursă de tip avansat (în sensul că este utilizată în prezent și va duce la obținerea de efecte viitoare) și, în al doilea rând ca un proces formând demersul investițional propriu-zis.



9.5. Rezumat

Se poate spune că un proiect de investiție are în germen o cheltuială certă prin care se scontează obținerea de efecte benefice în viitor. Bineînțeles că, aceste efecte trebuie prognozate (ceea ce presupune și o evaluare riguroasă) în condiții de risc.

Terminarea din punct de vedere fizic a instalațiilor presupune finalizarea construcției diferitelor elemente structurale ale unei unități de producție, inclusiv montajul echipamentelor și al instalațiilor de lucru și deci, finalizarea contractelor specifice.

Din punct de vedere contabil, durata de viață a investiției este acel interval de timp în care imobilizările se amortizează complet și de regulă este stabilit prin acte normative. Astfel, în cazul amortizării liniare, clădirile se amortizează în 20-25 ani, echipamentele de lucru, utilajele în 10-15 ani, materialul rulant în 5 ani etc.



9.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Definiția proiectului de investiții.
2. Elementele esențiale ale unui proiect de investiții.
3. Clasificarea cheltuielilor generate de investițiile productive.
4. Defalcarea cheltuielilor în devizul general.
5. Principala caracteristică a deciziei de investiții.
6. Ce reprezintă durata de viață a produsului?
7. De când începe să se calculeze amortizarea?



9.7. Bibliografie recomandată

M. Coșea, L. Nastovici, *Evaluarea riscurilor – Metode și tehnici de analiză la nivel micro și macro economic*, Editura Lex Libris, Brașov, 2017

J. C. Van Horne, *Fundamentals of Financial Management*, Prentice-Hall, New Jersey, 2019

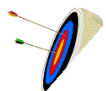
Capitolul 10.

Eficiența investițiilor



10.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate coordonatele eficienței economice și indicatorii de eficiență a investițiilor.



10.2. Obiectivele unității de învățare 10

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă eficiența economică a investițiilor
- să delimiteze indicatori de eficiență
- să indice transmitența



10.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 4 ore.



10.4. Conținut

10.4.1. Eficiența economică a investițiilor

Noțiunea de eficiență nu este altceva decât măsurarea și comparabilitatea efectelor și a efortului, strâns legate de folosirea resurselor. Trăsătura esențială este relația de cauzalitate resurse-efecte. Această cauzalitate se exprimă în mod concret pentru fiecare fenomen, proces sau activitate economică.

Eficiența economică a activității - restrânge sfera elementelor la cele de natură economică, respectiv resurse economice și efecte economice. Deci, putem vorbi, atât despre eficiența investițiilor, cât și despre eficiența economică a investițiilor.

Eficiența investițiilor analizează investițiile prin prisma efectelor multiple, de orice natură, pe care le generează procesul investițional. Sunt multe investiții care au ca efect îmbunătățirea climatului de muncă, respectarea legislației privind protecția mediului etc. Efectele nu sunt de

natură economică, iar în cazul eficienței economice a investițiilor se evaluează numai efectele economice pe care le generează și resursele economice pe care le implică.

Tipuri de eficiență economică:

- eficiența formelor activității economice;
- eficiența tipurilor de resurse.

Eficiența formelor activității economice cuprinde:

- eficiența economică a producției;
- eficiența economică a repartiției;
- eficiența economică a schimbului sau a circulației mărfurilor;
- eficiența economică a consumului.

Eficiența tipurilor de resurse implicate într-o activitate se delimitează în următoarele forme:

- ✓ eficiența economică a resurselor naturale;
- ✓ eficiența economică a resurselor avansate;
- ✓ eficiența economică a resurselor ocupate;
- ✓ eficiența economică a resurselor consumate.

Resursele naturale constau în materii prime, energie, combustibil, minerale vegetale, animale etc.

Resursele avansate sunt acele resurse cheltuite în prezent, dar care vor produce efecte în viitor. Se includ în această categorie cheltuielile de investiții, de cercetare științifică, cheltuielile cu introducerea progresului tehnic, cheltuielile cu pregătirea forței de muncă și altele.

Resursele consumate sunt acelea care se regăsesc în costurile de producție. Dacă privim eficiența economică în funcție de natura efectelor vom putea vorbi de următoarele forme:

- productivitatea unei acțiuni atunci când efectele sunt de natura producției;
- rentabilitatea unei activități atunci când efectele sunt de natura profitului;
- costurile unei activități când efectele sunt de natura economiilor.

Noțiunea de eficiență economică ca și concept teoretic înseamnă calitatea unui sistem economic de a produce efecte economice utile, iar măsurarea eficienței economice se obține prin compararea efectelor rezultate cu efortul făcut.

În viziune sistemică, eficiența economică poate fi privită din două unghiuri:

- transmitența
- ca o stare a sistemului

Prin trasmitență, se înțelege raportul dintre ieșiri și intrări, în condițiile în care sistemul este privit ca o cutie neagră, adică având structura și starea necunoscute. În acest caz, cunoștințele relative se stabilesc între mediu și sistem, atât la intrare, cât și la ieșire, dar nu se știe structura internă a sistemului, care asigură transformarea intrărilor în ieșiri.

$$T = \frac{Y}{X} \quad \text{unde,}$$

- ✓ T = trasmitența;
- ✓ Y = mărimea ieșirii;
- ✓ X = mărimea intrării;

Exprimarea eficienței economice ca transmitență a sistemului, conduce la o măsurare sintetică, globală a eficienței și are avantajul că asigură comparabilitatea în timp și spațiu, dar prezintă dezavantajul că nu pune în evidență factorii care determină un anumit nivel de eficiență sau pe cei care ar putea influența eficiența economică.

Un al doilea mod de a defini eficiența economică are în vedere abordarea acesteia din interiorul sistemului. Prin stare a sistemului, se înțelege totalitatea proprietăților specifice, care permit transformarea intrărilor în ieșiri. În acest mod, ieșirea nu este dependentă numai de intrare, ci și de starea în care se găsește sistemul la un moment dat.

Definirea eficienței economice ca o componentă a stării sistemului este utilă în abordarea analitică a sistemului, pentru cunoașterea căilor sau a factorilor care conduc la un anumit nivel de eficiență.

Definirea eficienței ca trasmitență permite obținerea de răspunsuri la întrebări de genul: care este nivelul de eficiență economică al unui sistem la un moment dat, cum a evoluat în timp eficiența economică a unui sistem, cum se prezintă eficiența economică a unui sistem, în comparație cu alt sistem.

10.4.2. Indicatorii de eficiență

Evaluarea și analiza eficienței economice a unui proiect de investiții se realizează cu ajutorul *indicatorilor de eficiență economică a investițiilor*. Aceștia au rolul de a măsura, în modul cel mai exact posibil, conținutul real al eficienței economice, sub multiplele ei forme de manifestare.

Fiecare indicator economic de cuantificare a eficienței economice a investițiilor poate surprinde un singur aspect al eficienței economice sau mai multe aspecte.

În practica economică, atât autohtonă, cât și internațională, se utilizează, în funcție de cerințe, o gamă mai restrânsă sau mai largă de indicatori, dar niciodată un singur indicator de eficiență economică a investițiilor.

Indicatorii utilizați în evaluarea eficienței economice a unui obiectiv de investiții au chemarea să dimensioneze cât mai exact posibil efortul depus în procesul investițional și efectele obținute de pe urma obiectivului respectiv, permițând, astfel, investitorului să adopte cea mai bună decizie, în condițiile specifice lui. Indicatorii pot fi grupați în *generali, de bază și specifici*.

Indicatorii cu caracter general, au rolul de a oferi o imagine globală asupra obiectivului de investiții, ca o caracteristică generală. Principalii indicatori cu caracter general sunt:

1. capacitatea obiectivului de investiție, care în cazul obiectivelor productive coincide cu capacitatea de producție, iar în cazul celor neproductive relevă elementele specifice de folosire ale acestora. Capacitatea productivă exprimă maximum capacității de producție care poate fi obținută într-o anumită perioadă de timp, în condiții normale de funcționare, cu un anumit regim de utilizare a factorilor de producție și în anumite condiții de organizare a producției și a muncii.

- ✓ capacitatea de producție se poate exprima prin volumul fizic sau valoric al bunurilor realizate sau capacitatea maximă de materie primă prelucrată într-un anumit interval de timp;
- ✓ în cazul obiectivelor din sfera neproductivă, capacitatea obiectivelor de investiții se exprimă diferit (ex. spitale - nr. de paturi, săli de spectacol - nr. de locuri).

2. numărul de salariați ce vor fi ocupați la obiectivul de investiții, exprimă dimensiunea resurselor umane de care va beneficia obiectivul de investiții după punerea în funcțiune.

3. costul producției cunatifică efortul din perioada de funcționare a obiectivului de investiții, împreună cu valoarea investițiilor măsurând efortul total necesar pentru realizarea și funcționarea unui obiectiv de investiții.

Raportat la volumul fizic al producției se obține costul unitar sau, dacă se raportează la valoarea producției înmulțit cu 1.000 se obțin cheltuielile la 1.000 lei producție.

4. valoarea producției sau venitul realizat (dacă producția este vândută integral) constituie un indicator ce masoară efectul obținut ca urmare a unui anumit grad de utilizare a capacității de producție sau a obiectivului de investiții

5. profitul este un indicator deosebit de important pentru viabilitatea unui obiectiv de investiții și pentru cuantificarea eficienței economice a acestuia.

6. productivitatea muncii reflectă eficiența cu care este utilizat principalul factor de producție, și anume forța de muncă.

7. consumurile specifice la principalele materii prime, materiale, energie, combustibil constituie un indicator de eficiență care măsoară consumul la principalele resurse pentru a obține o unitate de produs finit.

Indicatorii de bază cuantifică efortul și efectele generate de funcționarea obiectivului de investiții:

1. valoarea investițiilor sau volumul capacității investiționale reprezintă principalul indicator de calcul a eficienței investiționale. Practic, nici un indicator de calcul a eficienței investițiilor nu poate fi construit fără a lua în calcul valoarea investițiilor. Este un indicator valoric, care reflectă o anumită categorie de resurse utilizate în procesul investițional.

Conținutul indicatorului valoarea investiției înscrie investițiile directe, investițiile colaterale și investițiile conexe.

- investiția directă desemnează valoarea obiectivului și a dotărilor, în scopul în care se construiește obiectivul respectiv;
- investițiile colaterale însumează valoarea lucrărilor legate de funcția de investiție directă (cai de acces, aducțiuni de apă etc.);
- investiția conexă apare ca rezultat propagat, în amonte sau în aval, de investiția directă

$$I_t = I_d + I_{con} + I_{col} + M + C_s, \text{ unde,}$$

- ✓ I_t = investiția totală;
- ✓ I_d = investiție directă;
- ✓ I_{con} = investiție conexă;
- ✓ I_{col} = investiție colaterală;
- ✓ M = mijloace circulante;
- ✓ C_s = cheltuieli suplimentare pentru investiții.

2. durata de execuție a obiectivului de investiții- exprimă perioada de timp necesară realizării obiectivului de investiții, respectiv perioada în care se consumă resursele investiționale.

3. durata de funcționare a obiectivului de investiții reprezintă ultima etapă din durata de viață a unui obiectiv, după durata de proiectare și cea de investiții.

4. investiția specifică (I_s) este un indicator de eficiență economică a investițiilor și exprimă valoarea investițiilor ce revin pe o unitate de capacitate sau producție, el reprezentând, de fapt, investiția unitară.

Indicatorul investiției specifice se calculează, atât pentru construcții noi, cât și pentru modernizări.

$$I_s = \frac{I}{Q} \quad \text{unde,}$$

- ✓ I = valoarea investiției;
- ✓ Q = capacitatea obiectivului de investiții.

- în cazul comparării mai multor variante, investiția specifică se poate calcula cu următoarea relație:

$$I_s = \frac{I_i - I_j}{q_i - q_j}$$

și precizează care este efortul suplimentar de investiții în varianta i , față de varianta j , ce revine pe unitatea de spor de capacitate în varianta i , față de varianta j .

5. durata de recuperare a investiției (D) – este, poate, cel mai important indicator de eficiență economică. El relevă în cât timp investiția își poate recupera capitalul investit, din efectul net obținut din funcționarea obiectivului. Efectul net este întotdeauna profitul.

$$D = \frac{I_t}{Ph} \quad \text{unde,}$$

- ✓ I_t = efortul total de investiții;
- ✓ Ph = profitul anual.

6. coeficientul de eficiență economică a investițiilor (E) reprezintă ca mod de calcul inversul duratei de recuperare a investițiilor, iar, ca semantică, exprimă profitul anual obținut la 1 leu investit sau cât se recuperează sub forma de profit dintr-un leu investit în decurs de an.

$$E = \frac{Ph}{I_t} \quad \text{unde,}$$

- ✓ Ph = profit anual;
- ✓ I_t = investiția totală.

7. cheltuieli echivalente pentru realizarea și funcționarea unui obiectiv de investiții (K)

Trebuie reamintit că la realizarea unui obiectiv concură două categorii de resurse: resurse sub formă de investiții, utilizate în perioada de execuție a obiectivului și resurse sub formă de cost de producție, utilizate în perioada de funcționare a obiectivului.

Evaluarea eficienței economice a investițiilor presupune luarea în calcul a tuturor resurselor utilizate, respectiv investiții și cost de producție. Însurarea lor directă nu este posibilă, deoarece investițiile reprezintă resurse care se consumă o singură dată, iar costul producției se repetă anual. În aceste condiții, este necesară echivalarea acestor resurse, pentru a le face comparabile, fapt care se reflectă în indicatorul cheltuieli echivalente sau recalculate, astfel:

$$K = I + Ch \cdot Df \quad \text{unde,}$$

- ✓ K = cheltuieli echivalente;
- ✓ I = volumul investițiilor;
- ✓ Df = durata de funcționare a obiectivului;
- ✓ Ch = costul anual al producției.

8. randamentul economic al investițiilor (Re) este cel mai cuprinzător indicator de eficiență economică a investițiilor și privește procesul investițional în întregul său, din momentul începerii investițiilor, până în momentul scoaterii din funcțiune:

$$Re = \frac{Pn}{It} \quad \text{unde,}$$

- ✓ Pn = profit net;
- ✓ It = investiția totală

Exprimă profitul net obținut la 1 leu investit și este un indicator de tipul efect net/efort.

9. viteza de recuperare a investițiilor (Vr) este un indicator de eficiență economică a investițiilor care rezulta din raportul dintre durata de funcționare și durata de recuperare

$$Vr = \frac{Df}{D} \quad \text{unde,}$$

- ✓ Df = durata de funcționare a investițiilor;
- ✓ D = durata de recuperare a investiției.

Indicatorul exprimă de câte ori se cuprinde durata de recuperare în durata de funcționare sau, altfel spus, de câte ori s-ar putea recupera investiția în decursul funcționării sale.

Pe parcursul intervalului de timp scurs între durata de recuperare și până la sfârșitul duratei de funcționare, raportul profit/investiții reprezintă randamentul economic al investiției, iar pe parcursul duratei de funcționare, raportul profit/investiții constituie, tocmai, viteza de recuperare a investițiilor.

Indicatorii specifici diferitelor ramuri și domenii de activitate ale economiei reflectă aspectele particulare ale eficienței economice a investițiilor, derivând din condițiile specifice în care se desfășoară activitatea. Acești indicatori completează posibilitățile de caracterizare a eficienței economice, alături de indicatorii cu caracter general și cei de bază.

Să ne reamintim

Orice decizie a entităților economice, în ceea ce privește dezvoltarea și restructurarea producției, re tehnologizarea sau modernizarea fondurilor fixe, care poate fi pusă în operă, antrenează un risc în atingerea rezultatelor preconizate, datorită influenței schimbărilor ce se manifestă neîncetat în mediul tehnic, financiar, economic, social, intern și extern. De unde și importanța excepțională a indicatorilor de eficiență a investițiilor.



10.5. Rezumat

Rata rentabilității financiare oferă imaginea globală a eficienței, în orice moment, a proiectului de investiții și este rata de actualizare pentru care VNA este zero, adică fluxul de venituri actualizat egalează fluxul de cheltuieli actualizat (break even point).

Conceptul de eficiență economică este un instrument fundamental și un obiectiv principal, atât în teorie, cât și în practica economică, fie la nivel microeconomic, fie la nivel macroeconomic.

Înțelegerea eficienței economice ca o stare a sistemului aduce clarificări în ceea ce privește cauzele care determină un anumit nivel de eficiență economică, factorii care au rezerve de creștere a eficienței economice, relevă cu cât mai poate crește eficiența economică a unui sistem în anumite condiții. Eficiența economică, privită ca stare a sistemului, depinde de calitatea acțiunilor elementelor, calitatea structurii sistemului, calitatea conducerii sistemului. Fiecare din aceste elemente trebuie cunatificate, pentru a putea decela influența pe care o exercită asupra mărimii eficienței economice.



10.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Care sunt tipurile de eficiență economică?
2. Definiți noțiunea de transmitență.
3. Clasificarea indicatorilor de eficiență.
4. Cum se exprimă capacitatea de producție în cazul obiectivelor neproductive?
5. Ce reprezintă investiția directă?
6. Ce exprimă investiția specifică?



10.7. Bibliografie recomandată

- M. Coșea, L. Nastovici, *Evaluarea riscurilor – Metode și tehnici de analiză la nivel micro și macro economic*, Editura Lex Libris, Brașov, 2018
- P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Economie politică*, Editura Teora, București, 2000
- V. Scarlat, *Investiții*, Editura Mustang, București, 2017



10.8. Temă de control

Realizați un referat de maximum 5 pagini în care să tratați indicatorii de eficiență a investițiilor.

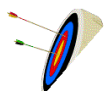
Unitatea de învățare 11.

Finanțarea investițiilor



11.1. Introducere

În cadrul acestui capitol sunt prezentate sursele de finanțare a investițiilor și modul de funcționare a organismelor financiare internaționale.



11.2. Obiectivele unității de învățare 11

După parcurgerea unității de învățare, studenții vor fi capabili:

- să înțeleagă componenta financiară a procesului investițional
- să delimiteze sursele de finanțare a investițiilor
- să indice modalitățile de finanțare oferite de organismele financiare internaționale



11.3. Durata medie de autoinstruire

Durata medie de parcurgere a primei unități de învățare este de aproximativ 3 ore.



11.4. Conținut

11.4.1. Surse de finanțare a investițiilor

Realizarea procesului investițional presupune două componente strâns legate între ele:

1. Componenta financiară – concretizată în constituirea și utilizarea fondurilor bănești necesare derulării procesului investițional;
2. Componenta fizică – constă într-un ansamblu de acțiuni fizice și tehnologice care au ca finalitate realizarea fizică a obiectivului de investiții.

Sursele de finanțare sunt diverse:

Surse interne - autohtone, reprezentate de fondurile proprii ale firmei investiționale, împrumuturile bancare pe termen mijlociu și lung, leasingul, alocațiile de la buget. Fondurile proprii se regăsesc în fondurile de dezvoltare și sunt alimentate din profitul net destinat pentru investiții, din amortizarea destinată acestui scop, din sumele rezultate din vânzarea activelor fizice sau a altor materiale ce provin din dezafectarea activelor scoase din funcțiune, din profitul net rezultat din

scăderea din profitul brut a impozitului pe profit și care este repartizat pentru investiții. Locul profitului în asigurarea fondurilor pentru investiții depinde de politica guvernului, dacă se acordă facilități pentru profitul reinvestit.

Utilizarea amortizării ca resursă de finanțare a investițiilor trebuie să țină seama de înlocuirea mijloacelor fixe a căror durată de funcționare a expirat. Orice entitate economică nu utilizează amortizarea anuală doar în momentul scoaterii din funcțiune a mijlocului fix complet amortizat, ci o folosește ori de câte ori apar oportunități pentru investiții.

Creditele bancare - aceasta sursă de finanțare trebuie fundamentată foarte riguros, din cel puțin două puncte de vedere :

- ✓ fiind o cheltuială (dobânda percepută de bancă), costul este mai mare;
- ✓ din punct de vedere al riscului finanțării (investițional).

Creditele bancare solicitate pentru investiții pot fi :

- a) credite bancare acordate pe baza unor garanții materiale, care cuprind capitalul sau patrimoniul firmei, în special active imobilizate ;
- b) credite ipotecare, care se garantează cu anumite valori (cladiri, terenuri);
- c) credite de tip cash-flow, care se acordă pe baza unui studiu de fezabilitate prezentat de investitor.

Leasingul este acea operațiune prin care o parte numită locator, care poate avea și calitatea de producător, transferă unei alte părți numită locatar dreptul de posesiune, utilizare și uzufruct asupra unui bun, cu excepția unor bunuri expres prevăzute prin lege ca nefăcând obiectul unui contract de leasing, contra unei plăți periodice numită rată de leasing. La sfârșitul perioadei de leasing, locatarul are la dispoziție tripla opțiune: achiziționarea bunului contra unei sume numită valoare reziduală, continuarea utilizării bunului în regim de leasing sau renunțarea la bunul respectiv.

Atât legislația și literatura de specialitate străină, cât și cea română, identifică două mari categorii de contracte de leasing: contracte de leasing financiar și contracte de leasing operațional.

O operațiune poate fi încadrată în categoria *leasingului financiar* dacă îndeplinește cel puțin una din condițiile următoare:

- riscurile și beneficiile dreptului de proprietate asupra bunului care face obiectul leasingului sunt transferate utilizatorului la momentul la care contractul de leasing își produce efectele;

- contractul de leasing prevede expres transferul dreptului de proprietate asupra bunului ce face obiectul leasingului către utilizator la momentul încetării contractului;
- perioada de leasing depășește 75% din durata normată de utilizare a bunului ce face obiectul contractului de leasing;
- utilizatorul poate opta pentru cumpărarea bunului, iar prețul de cumpărare va reprezenta cel mult 50% din valoarea de piață pe care acesta o are la data exprimării opțiunii.

Așa cum se poate observa, în cazul acestui tip de leasing prevalează aspectul de finanțare al operațiunii.

Leasingul operațional apare mai mult ca o operațiune de închiriere. De altfel, în literatura de specialitate găsim definiții ale leasingului operațional ca fiind tipul de leasing în care echipamentul este închiriat de utilizator cu singurul scop de a beneficia de utilizarea lui, fără intenția de a deveni proprietarul echipamentului.

Subvenții sau alocații de la buget – se utilizează asemenea surse de finanțare în ramurile strategice, în ramurile unde inițiativa privată nu are interes (protecția mediului, îmbunătățiri funciare etc) sau pentru asigurarea bazei materiale în sectoarele neproductive (sănătate, cultură, artă etc.). Se pot acorda alocații nerambursabile și pentru investitorii privați pentru a le completa fondurile proprii în vederea realizării unor investiții de interes național sau regional.

Sursele externe de finanțare pot îmbrăca mai multe forme :

- credite sau împrumuturi
- investiții directe de capital

Creditele externe pot fi credite guvernamentale sau cu garanții guvernamentale, credite bancare acordate de bănci străine și credite acordate de instituțiile financiare internaționale.

11.4.2. Organisme financiare internaționale specializate

F.M.I. urmărește îndeplinirea următoarelor obiective principale:

- promovarea cooperării monetare internaționale prin intermediul unei instituții permanente, care să constituie un mecanism de consultare și de colaborare cu țările membre în probleme monetare internaționale;
- facilitarea și creșterea echilibrată a comerțului internațional, aducându-și astfel contribuția la promovarea și menținerea unui nivel ridicat de folosire a capacităților de producție în toate țările membre, la sporirea resurselor productive și la creșterea venitului național;

- promovarea stabilității cursurilor valutare și evitarea devalorizărilor monetare, ca mijloc de concurență internațională;
- crearea unui sistem multilateral de plăți în ceea ce privește tranzacțiile curente dintre țările membre și eliminarea restricțiilor valutare, care stânjenesc dezvoltarea comerțului internațional;
- oferirea țărilor membre de fonduri valutare sub formă de credite pe termen scurt și mijlociu, în vederea reducerii dezechilibrelor temporare din balanțele de plăți externe ale țărilor membre.

România este membră a FMI din anul 1972, participând cu o cotă de 1.030,2 milioane DST sau 0,47% din cota totală. România deține 10.552 de voturi, reprezentând 0,48% din totalul acestora.

FMI este condus de următoarele trei organisme:

Consiliul Guvernatorilor, se află în fruntea sistemului de conducere, este format din reprezentanții țărilor membre și se reunește o singură dată pe an, având rolul unei adunări generale a acționarilor. Fiecare țară numește câte un reprezentant pe o perioadă de 5 ani, iar acesta are un drept de vot a cărui importanță diferă în funcție de cota-parte subscrisă.

Reprezentanții sunt miniștri de finanțe sau guvernatori ai unor bănci centrale, care reprezintă guvernul țării din care provin. Fiecare reprezentant are și un înlocuitor.

Consiliul administratorilor este format din 21 de membri: 6 membri reprezintă țările ale căror cote-părți sunt cele mai mari, sau care, sunt creditori foarte importanți ai FMI (Arabia Saudită) și 15 membri desemnați de celelalte țări membre, grupate, în principiu, pe zone geografice. În acest caz, unele grupuri lasă țării celei mai importante dreptul să numească un administrator care să le reprezinte, iar altele practică rotația.

Directorul General, este, prin conses, un european, care conduce activitatea ordinară, de zi cu zi a Fondului, sub controlul administratorilor. În demersul său atât de important, directorul general este susținut de un prim director general adjunct și de doi directori generali adjuncți.

Modalități de finanțare

I. Tragerile ordinare (normale). Misiunea FMI, în calitatea sa de instituție financiară internațională, este de a furniza membrilor săi, la cerere, moneda altor membri: se cumpără deci monedă convertibilă cu monedă națională.

Tragerile ordinare presupun mai multe tranșe, dintre care prima poartă numele de *tranșa de rezervă*, iar următoarele sunt *tranșe de credit* :

a) *tragerile în cadrul tranșei de rezervă* (noua denumire a tranșei aur) , se acordă automat, fără condiționări. Dimensiunea lor este determinată de ponderea DST sau a devizelor convertibile în totalul cotei-părți a țării în cauză. Aceste drepturi de tragere figurează în rezervele monetare a statelor membre;

b) *tragerile în cadrul tranșelor de credit* au un regim diferit. În primul rând ele nu mai sunt necondiționate și folosirea lor este însoțită de îndeplinirea unor condiții economice, al căror grad de constrângere crește odată cu folosirea tranșelor superioare. O țară recurge la astfel de trageri atunci când și-a epuizat drepturile de tragere în cadrul tranșei de rezervă. Există patru tranșe de credit, reprezentând, în ordine, 125, 150, 175 și 200 % din cota – parte a țării în cauză. Prima tranșă este liberalizată; începând cu cea de a doua, condițiile devin tot mai dificile. Cu cât cererile de trageri vizează tranșe superioare, cu atât mai mari vor fi justificările ce trebuie aduse, precum și controlul exercitat de Fond. Totodată, crește și dobânda aferentă.

Acest tip de trageri se derulează, de regulă, în baza unui *acord stand-by*. Aranjamentele stand-by se adresează țărilor aflate în dificultate privind implementarea unor programe de reformă economică și constau în deschiderea unor linii de credit pe termen mediu pentru echilibrarea balanțelor de plăți.

II. Facilități de finanțare

- *facilități de finanțare compensatorii* , care au fost introduse în 1963 pentru a acorda asistență țărilor care au cunoscut atât o cădere bruscă a câștigurilor din exporturi, cât și o creștere neașteptată a costurilor la importurile de cereale din cauza fluctuației prețurilor mondiale la anumite mărfuri. Termenele de acordare a împrumutului și de rambursare a creditului sunt aceleași ca în cazul aranjamentelor stand-by, excepție în acest caz făcând neperceperea de comisioane sau penalități;
- *facilități de finanțare a stocurilor tampon* (1964), care permite țărilor în dezvoltare care stochează produse primare în scopul reducerii ofertei de pe piețele internaționale să aplice o tranșă suplimentară de credite de până la 25 % din cotele lor părți, cu condiția ca aceste stocuri „tampon” să fie constituite conform principiilor O.N.U., care trebuie să guverneze relațiile interguvernamentale;
- *facilități de finanțare extinsă* – introduse în 1974, în scopul ajutorării țărilor care se confruntă cu grave dezechilibre ale balanței de plăți ca urmare a aplicării unor reforme fundamentale defectuoase în structura lor economică (producție, comerț sau politica prețurilor). Perioada de acordare a împrumutului se întinde pe 3 ani, iar perioada de rambursare este de 4 – 7 ani;

- *facilități de transformare sistemică (1993)* – introduse cu scopul de a asigura asistență financiară țărilor membre care se confruntă cu dificultăți severe datorită tranziției la sistemul economiei de piață. Pentru a obține împrumuturile dorite, țările solicitante trebuie să atașeze la cererea de obținere a împrumutului și un document în care să descrie obiectivele de politică economică, estimări macroeconomice, măsuri fiscale, monetare și valutare ce urmează a fi implementate în perioada acoperită de această facilitate;
- *facilitatea de prevenire a crizelor* a fost creată în 1998 pentru a sprijini țările confruntate cu o *iminentă* criză valutar-financiară.

Contrar sensului semantic, Banca Mondială nu este o bancă în adevăratul sens al cuvântului. Ea este compusă din două instituții distincte de dezvoltare: BIRD și Asociația Internațională pentru Dezvoltare (AID – înființată în 1960), ai căror acționari sunt cele 186 de țări membre. Fiecare dintre cele două instituții joacă un rol diferit, dar complementar în rafinarea continuă a viziunii de globalizare sustenabilă și inclusivă. În timp ce BIRD are ca țintă reducerea sărăciei la nivelul entităților statale cu venit și credibilitate medii, din grupul țărilor sărace, Asociația Internațională pentru Dezvoltare își concentrează eforturile pe țările cele mai sărace de pe mapamond.

Ulterior, B.I.R.D. a fost completată cu alte trei organisme, împreună cu care formează „Grupul Băncii Mondiale”. Aceste organisme sunt: *Corporația Financiară Internațională (CFI)*, creată în anul 1956, *Centrul Internațional pentru Rezolvarea Disputelor privind Investițiile (CIRDI)*, creat în 1966 și *Agencia de Garantare Multilaterală a Investițiilor (MIGA)* înființată în anul 1988.

Scopul tuturor acelor instituții este acela de a contribui la dezvoltarea economică a țărilor în curs de dezvoltare prin finanțarea unor proiecte din sectorul public și privat al acestor țări și prin acordarea de asistență tehnică și economică. Ele oferă credite cu rate scăzute ale dobânzii, împrumuturi fără dobândă și ajutoare pentru o arie largă de obiective, incluzând investiții în educație, sănătate, administrație publică, infrastructură, dezvoltarea agriculturii și a sectorului privat și managementul mediului și al resurselor naturale.

Să ne reamintim

Este bine cunoscut faptul că actualele economii de piață dezvoltate s-au construit cu eforturi investiționale deosebite și cu o eficiență a acestora în măsură să asigure o utilizare rațională a resurselor naturale și de forță de muncă. Volumul fondurilor utilizate în procesul investițional este cel care a condus la decalajele de competitivitate existente azi în economia mondială.

Astăzi tehnologia își exacerbează importanța, pentru că, în cele din urmă, vor avea succes acele companii care vor reuși să introducă noua tehnologie, cât mai repede, în active corporale și necorporale, generatoare de produse standardizate, de cea mai înaltă calitate.



11.5. Rezumat

Realizarea procesului investițional presupune două componente strâns legate între ele:

1. Componenta financiară – concretizată în constituirea și utilizarea fondurilor bănești necesare derulării procesului investițional;
2. Componenta fizică – constă într-un ansamblu de acțiuni fizice și tehnologice care au ca finalitate realizarea fizică a obiectivului de investiții.



11.6. Test de autoevaluare a cunoștințelor

1. Enumerați sursele interne (autohtone) de finanțare a investițiilor.
2. Tipuri de credite pentru investiții.
3. Caracteristicile leasingului operațional.
4. Care sunt sursele externe de finanțare a investițiilor?
5. Tranșele tragerilor ordinare (normale) acordate de FMI.
6. Organismele de conducere ale FMI.
7. Care este cota de participare a României la FMI?



11.7. Bibliografie recomandată

M. Caracotă Dimitriu, D. Caracotă, *Evaluarea investițiilor de capital*, Editura Fundației PRO, București, 2014

www.imf.org.

Anexa 1 Răspunsuri la testele de autoevaluare a cunoștințelor

Lecția 1

1. 0,333%.
2. 3,64%.
3. 80.000 lei.

Indicatori	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Active Curente	2	2,5	3
Total Active	5	5,5	6
Datorii	3	3,3	3,6
Capital Propriu	2	2,2	2,4
EBIT	0,5	0,5	0,5
Dobânzi	0,3	0,33	0,36
Profit Brut	0,2	0,17	0,14
Impozit	0,03	0,03	0,02
Profit Net	0,17	0,14	0,12
ROE	8,5%	6,36%	5%

Lecția 2

1. - pentru firma B...: $CCC = 46 + 6 - 33 = 19$ zile;
- pentru firma C...: $CCC = 102 + 3 - 78 = 27$ zile. Deci, chiar și cu o cifră atât de mare a stocurilor, firma B... este capabilă să își convertească plățile în cash în numai 19 zile.
2. ROE: 4.94%; 4.50%; 3.72%.

Lecția 3

1. Pentru a putea servi cu maximă eficiență scopului propus și strategiei băncii, resursele trebuie să îndeplinească anumite cerințe: să fie sigure și stabile în timp - permițând, astfel realizarea unui echilibru financiar și alcătuind o bază certă a continuității procesului de creditare; structură avantajoasă - să cuprindă orizonturi de timp cât mai mari; costul să fie cât mai redus.
2. Indicatori privind gradul de îndatorare:

$$\text{îndatorare generală} = \frac{\text{datorii totale}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

$$\text{îndatorare financiară} = \frac{\text{datorii financiare totale}}{\text{capitaluri proprii nete}} \times 100$$

3.

Categoria A - Performanțele financiare sunt foarte bune și permit achitarea obligațiilor. Totodată, se prefigurează menținerea acestor performanțe și în viitor;

Categoria B - Performanțele financiare sunt bune sau foarte bune, dar nu pot menține acest nivel în perspectivă mai îndelungată;

Categoria C - Performanțele financiare sunt satisfăcătoare, dar au o tendință de înrăutățire;

Categoria D - Performanțele financiare sunt scăzute și indică o pronunțată ciclicitate, la intervale scurte de timp;

Categoria E - Performanțele financiare arată pierderi, iar probabilitatea neachitării creditului este foarte mare.

Lecția 4

1.

a) - pentru vânzări de 7.500 bucăți: $1.950.000 - (1.456.000 + 1.125.000) =$ pierdere de 631.000 lei;

- pentru vânzări de 20.000 bucăți: $5.200.000 - (1.456.000 + 3.000.000) =$ profit de 744.000 lei;

b) Pragul de rentabilitate : $1.456.000 / (260 - 150) = 13.236$ bucăți vândute;

c) Pragul de rentabilitate: $1.456.000 / (325 - 150) = 8.320$ bucăți vândute;

d) Asupra pragului de rentabilitate acționează 2 factori adverși: creșterea prețului de vânzare coboară pragul, iar majorarea costului variabil îl ridică. Influența mai puternică o are creșterea costului variabil.

Pragul de rentabilitate: $1.456.000 / (325 - 225) = 14.560$ bucăți vândute.

2.

a.

$$Z = 0,24 X_1 + 0,22 X_2 + 0,16 X_3 - 0,87 X_4 - 0,10 X_5$$

$$X_1 = \text{Excedent brut din exploatare} / \text{Datorii totale} = 2330 / 2330 = 1$$

$$X_2 = \text{Capital permanent} / \text{Total Activ} = 2920 / 7350 = 0,40$$

$$X_3 = (\text{Active circulante} - \text{Stocuri}) / \text{Total Activ} = 950 / 7350 = 0,13$$

$$X4 = \text{Cheltuieli financiare/Cifra de afaceri} = 1390/35900 = 0,04$$

$$X5 = \text{Cheltuieli cu personalul/Valoarea adăugată} = 3700/6060 = 0,61$$

$$Z = 0,24 \times 1 + 0,22 \times 0,4 + 0,16 \times 0,13 - 0,87 \times 0,04 - 0,1 \times 0,61 = 0,240 + 0,088 + 0,020 - 0,034 - 0,061 = 0,253$$

$Z = 0,253 > 0,16$ așadar situația financiară a firmei este foarte bună, riscul de faliment fiind mai mic de 10%

b.

$$\text{Lichiditatea generală} = \text{Active circulante/Datorii curente} = 3820/2330 = 1,639 = 15 \text{ puncte}$$

$$\text{Solvabilitatea} = (\text{Capital propriu/Total pasiv}) \times 100 = (2920/7350) \times 100 = 39,72\% = 20 \text{ puncte}$$

$$\text{Rata profitului brut} = (\text{Profit brut/Cifra de afaceri}) \times 100 = (920/35900) \times 100 = 2,56\% = 10 \text{ puncte}$$

$$\text{Rata rentabilității} = (\text{Profit net/Capital propriu}) \times 100 = (640/2920) \times 100 = 21,91\% = 20 \text{ puncte}$$

$$\text{Gradul de îndatorare} = \text{Datorii curente/Total pasiv} = 2330/7350 = 0,31 = 15 \text{ puncte}$$

Punctaj total = 15 + 20 + 10 + 20 + 15 = 80 puncte, așadar, firma s-a încadrat, la limită, în categoria A de bonitate. Acest lucru atrage concluzia că performanțele financiare ale societății sunt bune sau foarte bune, dar acest nivel nu va putea fi menținut pe termen mai lung.

Lecția 5

1. Înregistrarea unei rate a dobânzii reale pozitive este rezultanta practicării unor rate ale dobânzii mai înalte în termeni nominali, acestea depășind rata inflației.

2. Reiese clar relația de inversă proporționalitate dintre nivelul ratei dobânzii și nivelul PIB nominal, în sensul că un PIB mai mic antrenează o rată înaltă a dobânzii, nivelul acesteia diminuându-se pe măsură ce PIB nominal crește. În același timp, se observă legătura direct proporțională dintre parcursul ratei dobânzii și al inflației.

3. 8,4%

4. *Taxa oficială a scontului* este acel nivel al ratei dobânzii la care banca centrală scontează titlurile de valoare aflate în portofoliile băncilor și acordă împrumuturi acestora (dobânda de refinanțare). În condiții normale, rata dobânzii percepută de banca centrală este mai mică decât rata dobânzii încasată de băncile comerciale.

5. 3.668.240 lei.

6. Va încasa 2.320.000 lei.

7. În sens larg, noțiunea de valoare prezentă arată că o unitate monetară încasată peste un an are o valoare mai scăzută decât o unitate monetară prezentă.

Lecția 6

1. În ultimă instanță, lichiditatea instrumentelor financiare reprezintă posibilitatea convertirii acestora în mijloace de plată fără costuri tranzacționale semnificative, inclusiv în termeni de timp.
2. Așa cum s-a precizat, din perspectivă economică, investiția desemnează cheltuielile pentru cumpărarea bunurilor de capital tehnic fix și pentru creșterea stocurilor de bunuri de capital tehnic circulant, construcțiile de locuințe, cumpărările de terenuri, în timp ce plasamentul reprezintă cumpărările de instrumente financiare.
3. Piețele financiare sunt piețele în cadrul cărora se tranzacționează instrumente financiare. Piețele financiare realizează corespondența dintre cererile de fonduri și ofertele de fonduri din economie.
4. Conform principiului capitalizării, prețul unui activ este determinat de capacitatea acestuia de a genera venituri în viitor.
5. Randamentul curent dirty este de 12,18%.
6. Randamentul acțiunii pe piață este 12,5%.

Lecția 7

1. Tehnologia, politica, previziunile optimiste și pesimiste, încrederea populației, impozitele, taxele și cheltuielile guvernamentale, fluctuațiile masei monetare etc.
2. Într-un sistem economic, activitatea de investiții joacă un dublu rol: în primul rând, unitățile economice declanșatoare de procese investitoriale, își sporesc oferta de bunuri și/sau servicii prin creșterea capacității lor productive, realizând venituri suplimentare, iar în al doilea rând, orice proiect de investiții va genera nevoi sau cereri suplimentare în sectoare conexe.
3. Stimulentele fiscale includ reduceri de impozite, scutiri de impozite, taxe de import sau export reduse.
4. De mare actualitate este rolul pe care este chemată să-l joace activitatea de investiții în rezolvarea marilor probleme ale lumii contemporane, referitoare la protecția mediului ambiant, refacerea echilibrului ecologic acolo unde, de cele mai multe ori din ignoranță, acesta a fost rupt.

Lecția 8

1. Sintetic, investițiile sunt definite ca „totalitatea cheltuielilor care se fac pentru cumpărarea bunurilor de capital”.
2. Se evidențiază următoarele categorii: - construcții; - utilaje (cu și fără montaj); - lucrări geologice și de foraj; - alte investiții.
3. Se grupează în: - investiții în mijloace fixe; - cheltuieli preliminare; - fond de rulment.

4. Investiția are o triplă accepțiune: a) contabilă; b) financiară; c) economică.
5. Se disting: a) *riscul în afaceri* (de întreprindere), generat de evoluția rapidă a progresului tehnic și de consecințele imprevizibile ale acestuia, de modificarea comportamentelor de consum, de evoluția prețurilor, de instabilitatea cadrului economic și politic (intern și internațional) etc.; b) *riscul financiar*, care decurge din gradul de îndatorare al investitorului, în condițiile apariției, pe parcursul derulării investiției sau al începutului producției, a unor conjuncturi nefavorabile care conduc la „volatilizarea” profiturilor.
6. Acestea sunt: a) atitudinea față de risc, ei fiind atrași de investițiile cu grad mare de risc; b) datorită acestei opțiuni, ei mizează pe un profit anormal de mare; c) această categorie de investitori acționează pe termen scurt, în timp ce pentru o investiție „normală”, orizontul de timp este mediu și chiar lung; d) consideră că evoluția pe care o anticipează nu este întrevăzută de ceilalți investitori.
7. Există patru generații de teorii ale investițiilor străine directe.
8. Calvet distinge patru mari categorii de imperfecțiuni care au favorizat creșterea ISD: - ipotezele dezechilibrului piețelor; - distorsiunile induse de acțiunea guvernamentală; - imperfecțiunile legate de structura pieței; - imperfecțiunile prin eșecul pieței.
9. Efectele investițiilor străine directe asupra economiilor unei țări trebuie analizate la două *orizonturi* diferite de timp: - în stadiu inițial, corespunzător pătrunderii investitorilor străini pe piața națională; - în stadiu de maturitate a investițiilor străine directe.

Lecția 9

1. Proiectul este un ansamblu optimal de acțiuni cu caracter de investiții, bazat pe o planificare sectorială, globală și coerentă, grație căruia, o combinație definită de resurse materiale, umane generează o dezvoltare economică și socială de o valoare determinată.
2. orice proiect de investiții cuprinde următoarele elemente: a) un subiect, persoană fizică sau organizație care investește; b) un obiect, care cuprinde mijloace în care se investește; c) un cost, reprezentând resursele financiare alocate investițiilor sau efortul făcut de investitor; d) efectul sau valoarea economică, rezultată în urma investiției.
3. Pornind de la premiza investițiilor productive, cheltuielile generate se grupează în: - cheltuieli principale – legate direct de mijloacele fixe, cheltuieli de achiziție, cheltuieli de producție etc.; - cheltuieli derivate – care nu sunt legate în mod direct de mijloacele fixe (spre exemplu, cheltuieli cu studii de teren).
4. Acestea se grupează în: a) cheltuieli directe; b) cheltuieli indirecte; c) cheltuieli generale ale întreprinderii.

5. Principala caracteristică a deciziei de investiții este *unicitatea*, deoarece sistemul care se crează prin ducerea la îndeplinire a deciziei nu mai poate fi corelat decât printr-o altă decizie de investiție, în cu totul alte condiții de cantitate și calitate.
6. Durata de viață a produsului este perioada de succes comercial a produsului fabricat sau perioada de exploatare economică a unui zăcămint etc.
7. Amortizarea începe să se calculeze de la data punerii în funcțiune a obiectivului.

Lecția 10

1. Eficiența economică este de două tipuri: eficiența formelor activității economice și eficiența tipurilor de resurse.
2. *Prin transmitență*, se înțelege raportul dintre ieșiri și intrări, în condițiile în care sistemul este privit ca o cutie neagră, adică având structura și starea necunoscute. În acest caz, cunoștințele relative se stabilesc între mediu și sistem, atât la intrare, cât și la ieșire, dar nu se știe structura internă a sistemului, care asigură transformarea intrărilor în ieșiri.
3. Indicatorii pot fi grupați în *generali, de bază și specifici*.
4. În cazul obiectivelor din sfera neproductivă, capacitatea obiectivelor de investiții se exprimă diferit (ex. spitale - nr. de paturi, săli de spectacol - nr. de locuri).
5. Investiția directă desemnează valoarea obiectivului și a dotărilor, în scopul în care se construiește obiectivul respectiv.
6. Exprimă valoarea investițiilor ce revin pe o unitate de capacitate sau producție, ea reprezentând, de fapt, investiția unitară.

Lecția 11

1. Acestea sunt reprezentate de fondurile proprii ale firmei investiționale (inclusiv amortizarea), împrumuturile bancare pe termen mijlociu și lung, leasingul, alocațiile de la buget.
2. Acestea pot fi: a) credite bancare acordate pe baza unor garanții materiale, care cuprind capitalul sau patrimoniul firmei, în special active imobilizate; b) credite ipotecare, care se garantează cu anumite valori (cladiri, terenuri); c) credite de tip cash-flow, care se acordă pe baza unui studiu de fezabilitate prezentat de investitor.
3. Leasingul operațional este tipul de leasing în care echipamentul este închiriat de utilizator cu singurul scop de a beneficia de utilizarea lui, fără intenția de a deveni proprietarul echipamentului.
4. Sursele externe sunt: a) credite sau împrumuturi b) investiții directe de capital.

5. Tragerile ordinare presupun mai multe tranșe, dintre care prima poartă numele de tranșa de rezervă, iar următoarele sunt tranșe de credit.
6. Acestea sunt: Consiliul Guvernatorilor; Consiliul Administratorilor; Directorul General.
7. Cota de participare a României este de 1.030,2 milioane DST, din aceasta decurgând 10.552 voturi.

Bibliografie

- 1, M. Caracotă Dimitriu, D. Caracotă, *Evaluarea investițiilor de capital*, Editura Fundației PRO, București, 2014
- 2, M. Coșea, L. Nastovici, *Evaluarea riscurilor – Metode și tehnici de analiză la nivel micro și macro economic*, Editura Lex Libris, Brașov, 2018
- 3, D. Jula, *Macroeconomie*, Editura Mustang, București, 2021
- 4, P. A. Samuelson, W. D. Nordhaus, *Economie politică*, Editura Teora, București, 2000
- 5, V. Scarlat, *Investiții*, Editura Mustang, București, 2017
6. J. C. Van Horne, *Fundamentals of Financial Management*, Prentice-Hall, New Jersey, 2019
7. www.imf.org.