

Secția III. FINANȚE, CONTABILITATE ȘI ANALIZĂ FINANCIARĂ

ESTIMAREA PERFORMANȚEI ENTITĂȚII ÎN BAZA VALORII ECONOMICE ADĂUGATE

Valentina Paladi, conf. univ., dr., ASEM, vspaladi@mail.ru

Lica Erhan, lect. sup., dr., ASEM, lica.erhan@mail.ru

Adriana Brașoveanu, lect. sup., drd., ASEM, abrashoveanu@yandex.ru

Abstract. *In this article we examine the possibility of estimating the performance of a national economic unit through the indicator of „added economic value”. There are described disadvantages of indicators determined in financial statements, pointing out the reasons of using „added economic value” as a measurement of the efficiency and quality of managerial decisions. There are also stated advantages and disadvantages of added economic value in comparison with the calculated indicators in the base of the accounting profit, and some restrictions in using the indicator „economic value added” for national enterprises.*

Cuvinte-cheie: *performanță, profit contabil, capital investit, costul capitalului, valoare.*

Clasificare JEL: *G32, L25, M,49*

În calitate de criterii de estimare a performanței entității, în practica economică internațională și cea autohtonă, sunt utilizați un șir de indicatori, obținuți din situațiile financiare, cum ar fi venitul din vânzări, profitul, rentabilitatea etc. Însă, pentru o estimare mai amplă a performanței și eficienței activității entității și, în special, pentru a obține răspuns la întrebările acționarilor „care este costul real al patrimoniului?” și „cât profit generează?”, utilizarea doar a acestor indicatori nu este suficientă. Explicația se regăsește în faptul că indicatorii obținuți din situațiile financiare, pe lângă avantajele lor (accesibilitatea surselor informaționale și simplitatea calculării), mai au și unele neajunsuri, cum ar fi:

- ei nu pot fi utilizați în cadrul luării unor decizii manageriale strategice, datorită caracterului lor retrospectiv;
- la determinarea lor nu se ține cont de un șir de riscuri cu care se poate confrunta entitatea în activitatea sa, precum riscurile de piață (întreruperea ciclului de aprovizionare, reducerea volumului sau prețurilor de vânzare etc.), riscurile organizaționale (ineficiența structurii organizaționale, managementul deficitar etc.), riscurile financiare (reducerea solvabilității, lichidității, rentabilității etc.);
- indicatorul „profitul net” este pentru acționari unul mai mult virtual, decât real, grație faptului că o entitate poate fi profitabilă conform datelor situației de profit și pierdere și, totodată, insolubilă;
- la calcularea indicatorilor în baza situațiilor financiare nu se ține cont de valoarea actualizată a acestora și de nivelul inflației;
- situațiile financiare ale entității nu reflectă valoarea completă a patrimoniului. În componența patrimoniului, reflectat în bilanț, nu sunt incluse un șir de resurse, utilizate de entitate în activitatea sa, dar care pot genera venit, cum ar fi investițiile în instruirea personalului, în cercetare-dezvoltare, în crearea și promovarea mărcii comerciale, în reorganizarea afacerii etc. Toate aceste resurse fac parte din elementele patrimoniului, dar, din punct de vedere contabil, nu sunt constatate ca active. Însă, din perspectiva unei analize strategice și a unui management strategic, astfel de resurse ar trebui să se regăsească în componența mărimii patrimoniului utilizat;
- indicatorii „rentabilitatea economică” și „profit net pe acțiune” nu sunt corelați cu crearea de valoare.

De aceea, în practica internațională, în vederea estimării performanței entității și, în special, a eficienței businessului, sunt utilizate diverse modalități, dintre care una este bazată pe concepția *EVA – Economic Value Added sau valoarea economică adăugată*, lansată de compania General Motors încă în anul 1920, apoi reintrodusă în mediul economic în anii 1980 de către firma de consultanță Stern-Stewart & Co.

Pe parcursul mai multor ani, *valoarea economică adăugată* s-a dovedit a fi cea mai eficientă metodă de apreciere a profitului economic al entității și cel mai important instrument de măsurare a performanțelor manageriale prin intermediul valorii create pentru acționari. Unul dintre promotorii acestei concepții, Bennett Sterwart, a menționat că „*valoarea economică adăugată* face managerii bogați, doar dacă managerii îi fac pe acționari putrezi de bogați”.

Ideea principală, pe care se bazează raționalitatea utilizării indicatorului „*valoarea economică adăugată*”, în calitate de măsurător al eficienței și calității deciziilor manageriale, constă în faptul că, pentru a crea o valoare, trebuie făcute investiții, care să aducă un nivel al rentabilității superioare nivelului costului capitalului investit. Cu alte cuvinte, *valoarea economică adăugată* este un surplus de valoare creat de o investiție, determinată ca diferența dintre profitul net ajustat și costul alternativ al capitalului investit. Mărimea pozitivă a acestui indicator semnifică despre creșterea valorii entității și a valorii create pentru acționari, în timp ce mărimea ei negativă – despre deprecierea valorii entității și distrugerea valorii acționarilor.

Calculul indicatorului „*valoarea economică adăugată*”, în forma sa clasică, propusă de promotorii concepției, B. Sterwart și J. Stern, poate fi prezentat astfel:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE, \quad (1)$$

unde:

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) – profit net operațional după impozitare și până la plata dobânzii. Conform concepției EVA, prin NOPAT se subînțelege profitul net, obținut în urma desfășurării activității ordinare a entității, până la plata dobânzii, supus unor ajustări, efectuate în scopul transformării profitului contabil în cel economic. Promotorii concepției consideră că doar profitul economic poate să măsoare adecvat fluxurile care îi remunerează pe investitorii de capital.

CE (Capital Employed) – capitalul angajat (investit) în activitatea entității, format din mărimea patrimoniului, *evaluat la valoarea economică* și determinată în urma efectuării ajustărilor respective. La determinarea mărimii capitalului angajat (investit), trebuie ținut cont și de inclus în componența acestuia, și acelea resurse care, din diferite motive, nu au fost constatate ca active și, respectiv, nu au fost reflectate în bilanț.

WACC (Weight Average Cost of Capital) – costul mediu ponderat al capitalului, care reprezintă costul capitalului utilizat ca rata de discountare în evaluarea unui proiect de investiție, atunci când sunt atrase mijloace din diferite surse de finanțare, cu costuri diferite. Pentru determinarea nivelului acestui indicator este necesară parcurgerea următoarelor etape:

- identificarea surselor de finanțare a entității și costului acestora;
- stabilirea cotei fiecărei surse de finanțare în suma totală a acestora;
- determinarea costului mediu ponderat al capitalului, exprimat în procente, prin înmulțirea costului fiecărui element al capitalului cu cota lui în suma totală a surselor de finanțare, conform formulei:

$$\text{Costul mediu ponderat al capitalului} = \frac{\text{Costul propriu}}{\text{Capitalul propriu}} \times \frac{\text{Cota capitalului propriu în suma totală a surselor de finanțare}}{\text{Cota capitalului propriu în suma totală a surselor de finanțare}} + \frac{\text{Costul împrumutat}}{\text{Capitalul împrumutat}} \times \frac{\text{Cota capitalului împrumutat în suma totală a surselor de finanțare}}{\text{Cota capitalului împrumutat în suma totală a surselor de finanțare}} \quad (2)$$

La rândul său, capitalul împrumutat reprezintă sursele atrase de o entitate, pe o anumită perioadă de timp, la un anumit cost (rata dobânzii), stabilit prin contract. Costul capitalului împrumutat poate fi calculat conform relației:

$$\text{Costul capitalului împrumutat} = \frac{\text{Rata dobânzii pentru capitalul împrumutat}}{\text{Capitalul împrumutat}} \times (1 - \text{cota impozitului pe venit}) \quad (3)$$

Rezultă că, dacă entitatea utilizează un credit bancar pentru finanțarea activității sale, atunci în calitate de cost servește nivelul ratei dobânzii, plătit băncii. Din formula de calcul 3, se observă că costul capitalului împrumutat se ajustează la cota impozitului pe venit, ceea ce nu este întâmplător, deoarece cheltuielile privind plata dobânzilor, fiind deductibile din profitul net până la plata dobânzii, micșorează valoarea venitului impozabil.

Cât privește nivelul costului capitalului propriu, în practica internațională, pentru determinarea acestuia, se utilizează Modelul de evaluare a activelor pe termen lung (Capital Assets Pricing Model, CAPM), conform căruia costul capitalului propriu este determinat, realizând o comparație între alternativele investiționale și performanțele pieței, în general, conform relației:

$$\text{Costul capitalului propriu} = \text{Rata fără risc} + \beta \times (\text{Rata medie pieței} - \text{Rata fără risc}) \quad (4)$$

Această relație arată care este legătura dintre rentabilitatea unui activ financiar riscant și rentabilitatea unui portofoliu complet diversificat prin intermediul indicatorului de risc beta (β).

Astfel, rentabilitatea unui activ financiar riscant este egală cu rentabilitatea unui activ fără risc, la care se adaugă o primă de risc a pieței (egală cu diferența dintre rata medie a rentabilității „unei acțiuni pe piața bursieră și a ratei dobânzii fără risc), ajustată cu indicatorul de risc „beta”.

Ideea principală a modelului CAPM constă în faptul că costul alternativ al capitalului propriu depinde de ratele stabilite pe piață, precum și de riscul aferent investiției mijloacelor într-o entitate concretă. Este evident că determinarea valorii absolute a acestui risc este foarte dificilă, de aceea, în practica internațională, se recurge la indicatorul relativ, numitul factor „beta” – β , care ne arată cu cât investițiile, într-o entitate concretă, sunt mai riscante decât cele medii ale pieței. Conform modelului CAPM, pentru determinarea nivelului costului capitalului propriu, este necesară parcurgerea următoarelor etape:

- stabilirea ratei dobânzii fără risc. De cele mai multe ori, rentabilitatea activului fără risc este estimată de analiști folosind ratele de dobândă ale obligațiunilor de stat pe termen scurt sau ratele de dobândă de pe piața interbancară (în SUA, se folosește rata dobânzii pentru US Treasury bills, iar în zona euro – rata dobânzii pentru titlurile de stat germane sau rata Euribor);
- determinarea ratei medii a rentabilității pieței, care reprezintă profitul așteptat din portofoliul de piață;
- evaluarea factorului de risc – β , care reprezintă plata suplimentară cerută de investitori, pentru riscul asumat. Nivelul acestei plăți este individual pentru fiecare entitate în parte și este determinat de acționari.

Astfel, din formula 1 de calcul al mărimii *valorii economice adăugate*, rezultă că acțiunile managerilor vor aduce valoare economică adăugată, doar dacă profitul net până la plata dobânzii va depăși costul capitalului investit (determinat prin înmulțirea costului mediu a capitalului cu capitalul angajat, adică $WACC \times CE$).

La interpretarea analitică a mărimii indicatorului „*valoarea economică adăugată*”, se ține cont de faptul dacă EVA este mai mare, mai mică sau egală cu zero. În cazul în care $EVA > 0$, deducem că entitatea a câștigat mai mult față de costul capitalului investit și, ca urmare, a fost creată o valoare. Mărimea pozitivă a acestui indicator semnifică și o utilizare eficientă a capitalului și creșterea valorii entității.

În situația în care $EVA < 0$, constatăm că entitatea n-a creat valoare, ceea ce conduce la deprecierea valorii entității. Mărimea negativă a valorii economice adăugate denotă și utilizarea ineficientă a capitalului.

Dacă $EVA = 0$, rezultă că entitatea a câștigat o valoare egală cu costul capitalului, adică entitatea costă atâta, cât a fost inițial investit în ea. Aceasta caracterizează pozitiv activitatea entității, deoarece efectiv proprietarii entității au obținut un nivel al rentabilității ce le-a permis să compenseze toate riscurile asumate.

Indicatorul *valoarea economică adăugată*, în comparație cu alți indicatori de măsurare a performanței entității, calculați în baza profitului contabil, dispune de un șir de avantaje. Printre acestea pot fi menționate:

- *valoarea economică adăugată* reflectă profitul economic obținut de entitate, și nu cel contabil;
- *valoarea economică adăugată* este o măsură a performanței entității legată direct de crearea de valoare pentru acționari. Obținerea unei mărimi cât mai mare a valorii economice adăugate relaționează cu obținerea unui curs mai mare al acțiunilor;
- *valoarea economică adăugată* apreciază eficiența atât a entității, în general, cât și a subdiviziunilor ei, ceea ce permite de a estima la ce etapă a procesului de producere (sau în care subdiviziune) sunt luate decizii investiționale ineficiente;
- *valoarea economică adăugată* oferă managerilor o imagine mai clară aferentă costului capitalului investit. Managerul poate majora valoarea economică adăugată fie pe seama creșterii profitului sau

reducerii capitalului utilizat;

- *valoarea economică adăugată*, spre deosebire de profitul contabil, reprezintă un instrument mai eficient de motivare a managerilor entității. Anume, acest indicator îi stimulează să adopte decizii manageriale, care vor aduce avantaje economice atât pe termen scurt, cât și pe termen lung;
- conceptul *valorii economice adăugate*, față de indicatorul „profitul net”, este considerat drept cel mai perfect instrument de măsurare a eficienței activității, deoarece evaluează nu doar rezultatul final, dar și prețul cu care a fost obținut acesta. Spre deosebire de profitul contabil, ca indicator al estimării rezultatului financiar al entității, valoarea economică adăugată se bazează pe faptul că, pentru formarea rezultatului, nu este suficient doar să acoperi costurile evidente, dar și cele neevidente, adică costurile alternative ale capitalului;
- *valoarea economică adăugată* este un indicator al calității deciziilor de management: valoarea constantă pozitivă a acesteia indică despre o creștere a valorii entității, în timp ce valoarea ei negativă – despre declinul (reducerea) ei.

În pofida avantajelor menționate, remarcăm și unele dezavantaje ale indicatorului „*valoarea economică adăugată*”.

În primul rând, simplitatea determinării indicatorului dat este doar aparentă. Ținem să reamintim că, conform concepției *valorii economice adăugate*, atât profitul, cât și patrimoniul entității trebuie să fie evaluat la valoarea economică, adică să includă toate resursele utilizate în cadrul desfășurării activității sale. În acest scop, promotorii concepției *EVA*, recomandă de a transforma valoarea contabilă a profitului și a patrimoniului în valoarea sa economică prin intermediul unui număr de până la 160 de ajustări ale informației contabile, lista completă a cărora până în prezent este taina comercială a autorilor concepției. Toate acestea complică semnificativ calculul valorii economice adăugate. Practica economică internațională demonstrează că majoritatea entităților, care recurg la determinarea acestui indicator, efectuează, în medie, 10-15 ajustări.

Cele mai frecvente ajustări atât ale profitului contabil, cât și capitalului investit, întâlnite în practica internațională și stabilite în corespundere cu prevederile Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (SIRF), pot fi prezentate astfel:

$$\begin{array}{cccccc}
 \text{Profitul p\^n\^} & \text{Plata dob\^nsit} & \text{Majorare \u00een compa-} & \text{Drept} & \text{Majorarea} & \text{Majorarea} & \text{M\^rimea} \\
 \text{p\^n\^} & \text{dob\^nsit} & \text{ra\u0219ie cu pre\u0219ul} & \text{de} & \text{rezervelor} & \text{cheltuielilor} & \text{impozitelor} \\
 \text{la impozitare} & \text{afarente} & \text{de achizi\u0219ia a stocurilor} & \text{derept} & \text{diferente} & \text{de creștere} & \text{impozitelor} \\
 \text{și plata} & \text{leasingului} & \text{de achizi\u0219ia a stocurilor} & \text{de} & \text{datoritilor} & \text{și dezvoltare} & \text{impozitelor} \\
 \text{dob\^nsit} & \text{operational} & \text{conforme} & \text{good-} & \text{dubiease} & \text{durabil\^} & \text{pe venit} \\
 \text{(EBIT)} & \text{(I\^)} & \text{metodei LIFO} & \text{willul} & \text{(BD)} & \text{(RD)} & \text{(FAX)} \\
 \text{(EBIT)} & \text{(I\^)} & \text{(LIFO)} & \text{(GA)} & \text{(BD)} & \text{(RD)} & \text{(FAX)}
 \end{array}
 \quad (5)$$

$$\begin{array}{cccccc}
 \text{Valoarea} & \text{Actiuni} & \text{Cota} & \text{Rezerva} & \text{Deprecierea} & \text{Datoriile} & \text{Datoriile} & \text{Valoarea} \\
 \text{de bilan\u0219} & \text{profe-} & \text{ac\u0219i-} & \text{afarente} & \text{curent\^} & \text{capitaizate} & \text{capitaizate} & \text{curent\^} \\
 \text{de achizi\u0219ie} & \text{si} & \text{na\u0219ilor} & \text{afarente} & \text{de} & \text{pe termen} & \text{pe termen} & \text{afarente} \\
 \text{ordinare} & \text{repa\u0219e} & \text{minoritari} & \text{afarente} & \text{dob\^nsit} & \text{leasingului} & \text{leasingului} & \text{afarente} \\
 \text{(AV)} & \text{(PS)} & \text{(MI)} & \text{(DEAN)} & \text{(LIFO)} & \text{(LTD)} & \text{(CLD)} & \text{(NCL)} \\
 \text{(AV)} & \text{(PS)} & \text{(MI)} & \text{(DEAN)} & \text{(LIFO)} & \text{(LTD)} & \text{(CLD)} & \text{(NCL)}
 \end{array}
 \quad (6)$$

Atenționăm că ajustările efectuate trebuie să reflecte caracterul economic doar a entității concrete și, de aceea, fiecare entitate, fiind unică, trebuie să ajusteze modalitatea de calcul al valorii economice adăugate la situația sa concretă.

O altă restricție în utilizarea indicatorului „*valoarea economică adăugată*” constă în faptul că mărimea lui este afectată, în mod semnificativ, de evaluarea inițială a capitalului investit: dacă ea este subestimată, atunci valoarea economică adăugată creată va fi înaltă, iar dacă este supraevaluată, invers – va fi joasă.

De asemenea, în acest indicator, nu se reflectă o previziune a fluxului de numerar, și ca urmare, valoarea actualizată a acestora. Din contra, valoarea economică adăugată este determinată de profitul obținut în perioada de gestiune, ceea ce-i încurajează pe manageri să aplice doar proiecte cu o recuperare rapidă și să nu stimuleze proiecte cu o recuperare mai îndelungată. În vederea lichidării acestui neajuns, se recomandă ca, concomitent cu indicatorul „*valoarea economică adăugată*”, să fie calculat și analizat și indicatorul „rentabilitatea fluxului de numerar” (CFROI), care corespunde ratei interne de rentabilitate medie pentru activul economic al unei entități. Prin compararea acestui indicator cu costul mediu ponderat a capitalului se reflectă crearea de valoare (CFROI > WACC) sau pierderea de valoare, în caz contrar.

Ținem să menționăm că indicatorul „*valoarea economică adăugată*”, pe larg utilizat de către companiile occidentale, nu se calculează și utilizează în practica economică autohtonă. Cauza primară fiind

faptul că, în condițiile economiei autohtone, când majoritatea entităților nu se cotează la piața valorilor mobiliare, problema determinării valorii afacerii este departe de a fi primordială, managementul fiind orientat preponderent doar pe maximizarea profitului.

Pe lângă aceasta, reieșind din faptul că, în Republica Moldova, circa 98% din entități sunt de dimensiuni micro, mici și mijlocii, efectuarea ajustărilor, recomandate de promotorii concepției valorii economice adăugate, în vederea transformării profitului și patrimoniului în valoare economică, în așa fel, ca acesta să includă și valoarea prezentă a oportunităților de dezvoltare a entității, vor fi foarte costisitoare și dificile. De asemenea, apar dificultăți și în vederea obținerii informației necesare pentru calcularea costului mediu ponderat, în special, a datelor aferente nivelului ratei medii a rentabilității pe piață și a coeficientului beta.

În pofida celor menționate, ne exprimăm convingerea că restricțiile și dificultățile descrise în cadrul acestui articol, nu trebuie să constituie un impediment în utilizarea practică în economia națională a indicatorului „*valoarea economică adăugată*”, grație faptului că doar acesta permite de a evalua adecvat calitatea deciziilor manageriale luate, generând creșterea eficienței în gestionarea entității.

Bibliografie:

1. БРАУН, Марк Грэм. *За рамками сбалансированной системы показателей. Как аналитические показатели повышают эффективность компаний* (пер. с англ. И. Ильиной). – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012. – 248 с.
2. МАСЛЕННИКОВ, В.В., КРЫЛОВ, В.Л. *Процессно-стоимостное управление бизнесом*. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 285 с.
3. STERN, Stewart & Co [Electronic resource]. - *Mode of access:* <http://www.sternstewart.com>
4. STERN, Stewart & Co. *Research EVA & Strategy* [Electronic resource]. - *Mode of access:* http://www.sternstewart.com.br/publicacoes/pdfs/EVA_and_strategy.pdf