

**STUDIUL PRIVIND APRECIEREA PERFORMANȚEI FINANCIARE A COMPANIEI PRIN  
INDICATORI DE CREARE DE VALOARE**

**STUDY OF THE APPRECIATION OF THE COMPANY'S FINANCIAL PERFORMANCE  
THROUGH VALUE CREATION INDICATORS**

**CZU: 005.52:[005.216.1:005.915]**

**DOI: 10.5281/zenodo.7059334**

**BALTEȘ NICOLAE**

*Universitatea "Lucian Blaga" din Sibiu, România*

*Email [baltes\\_n@yahoo.com](mailto:baltes_n@yahoo.com)*

*ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7546-6978>*

**Abstract**

The study of value creation has become increasingly important as the world economy has developed, leading to the development of value-based management. The main beneficiaries of the measures taken by the management to increase the value are the shareholders. The study aims to evaluate the financial performance of some companies belonging to the manufacturing industry, listed on the Bucharest Stock Exchange through modern indicators on value creation (EVA, MVA, RTA, etc.). Value creation is an important attribute of the company's management, being the result of a complex management of all aspects of the business.

**Key words:** performanță financiară, creare de valoare, acționari, valoare de piață

**JEL Classifications:** G32, C12

**Introducere**

Conceptul de performanță financiară este frecvent asociat cu noțiunile de maximizare, eficacitate organizațională, eficiență, productivitate sau efect. Criteriile de apreciere ale performanței financiare se referă la productivitate, flexibilitate, adaptabilitate, capacitate, sensibilitate, realizare, creștere, cifră de afaceri, costuri de producție, productivitate, profitabilitate, etc.<sup>1</sup>

Nicolae Felegă<sup>2</sup> consideră că performanța este definită de utilizatorii de informație contabilă în funcție de obiectivele specifice fiecăruia, și nu trebuie căutată exclusiv în contul de profit și pierdere. În același context, autorul menționează că analiza rentabilității implică compararea efectului obținut cu efortul depus pentru obținerea sa, respectiv compararea unui element de flux cu un element de stoc. Citând părerea profesorului Feleagă, profesorul Ion Stancu afirmă "denumirea de performanță financiară identificată prin contul de profit și pierdere este supralicitată".

În concepția lui F. Bogliolo, compania creează atât o valoare externă cât și o valoare internă. Crearea valorii externe semnifică o valoare de piață a companiei superioară valorii sale contabile, fapt datorat condițiilor specifice pieței și nu a deciziilor interne din cadrul companiei. Valoarea internă se referă la capacitatea companiei de a crea plusvaloare economică, respectiv de a obține o valoare netă pozitivă după remunerarea tuturor factorilor de producție.

Performanța reprezintă poziția de excelență obținută de o companie în mediul concurențial, rezultată din efectul sinergic al îndeplinirii obiectivelor strategice financiare, sociale și de mediu și a cărei finalitate o reprezintă satisfacția tuturor celor cu care interacționează: angajați, manageri, acționari, clienți, furnizori, stat și nu în ultimul rând mediul natural.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Balteș N., VasIU D., Analiza performanței financiare a entității economice, editura Universității "Lucian Blaga" din Sibiu, 2015, pag. 7

<sup>2</sup> Feleagă, Niculae, Feleagă, Liliana, Bunea, Ștefan, Bazele contabilității, Ed. Economică, 2002, pag. 74, citat de Stancu Ion în Stancu Ion, Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului. Investiții directe și finanțarea lor. Analiza și gestiunea financiară financiară a întreprinderii. Ediția a patra, Ed. Economică, București, 2007, pag. 719

<sup>3</sup> Balteș N., Analiza performanței financiare a entității economice, Ed. Universității "Lucian Blaga" din Sibiu, 2015, pag. 8

➤ **Indicatori de creare de valoare utilizați în evaluarea performanței financiare a entității economice**

Provocările cu care mediul de afaceri se confruntă în prezent au un impact major asupra performanței financiare a entităților economice. Acest lucru a determinat concentrarea managerilor asupra creării de valoare a companiilor pe care le conduc.

Indicatorii tradiționali reflectă performanța istorică a companiilor, având o relevanță limitată în previzionarea evoluției viitoare a acestora. Niciun indicator clasic nu ia în considerare costul capitalului investit în afacere, ci doar efectele utilizării acestuia, astfel că există companii care deși înregistrează performanțe financiare superioare, activitățile lor nu generează valoare pentru acționari.<sup>4</sup>

Indicatori precum rata rentabilității economice a activelor sau profitul net pe acțiune sunt utilizați ca măsuri ale performanței într-un număr mare de companii, deși acești indicatori nu sunt corelați teoretic cu crearea de valoare. În aceste condiții, ar trebui utilizate rate financiare adecvate pentru a reflecta crearea de valoare precum și indicatori moderni în cadrul managementului bazat pe crearea de valoare.<sup>5</sup>

Printre indicatorii de cuantificare a valorii nou create de o companie menționăm: Valoarea Economică Adăugată (EVA), Valoarea Adăugată de Piață (MVA), Rentabilitatea Totală a Acționarilor (RTA), Rentabilitatea lichidă a investițiilor (Rli), etc.

Indicatorii realizează o evaluare a eficienței alocării capitalului cu luarea în considerare a relației dintre risc și rentabilitate. Prin urmare obținerea unor valori economice pozitive reprezintă un semn al utilizării într-un mod eficient al capitalului în condiții de risc.

Valorile negative ale indicatorilor, în anumite perioade de timp nu semnifică în mod automat faptul că activitatea companiei în ansamblu este neprofitabilă sau că respectiva entitate nu are potențialul de a realiza investiții profitabile.

✓ **Valoarea Economică Adăugată- VEA (Economic Value Added- EVA)**

Crearea de valoare pentru o companie se realizează atunci când aceasta obține o rentabilitate a capitalurilor investite în active superioară costului resurselor mobilizate pentru a le finanța.<sup>6</sup> Remunerarea capitalurilor proprii trebuie să se facă la o rată atractivă, superioară ratei oferite de plasamente cu un grad de risc mai redus. Crearea de valoare reprezintă, în cazul societăților cotate la bursă, criteriul prin care acționarii evaluează performanța societății.

Indicatorul se calculează ca diferență între profitul operațional net și costul de oportunitate al capitalului investit.<sup>7</sup> Sern Steward propune următoarea relație de calcul pentru VEA:

$$\text{VEA} = \text{Profitul net operational} - (\text{Capitalul investit} \times \text{Costul capitalului})$$

O valoare pozitivă indică crearea de bogăție pentru acționari, peste remunerarea capitalului, în timp ce o valoare negativă semnifică faptul că, din rezultatul operational obținut, nu se acoperă costul capitalului. Este un indicator utilizat pentru a măsura crearea de valoare la nivel de fabrici, secții, departamente, etc. și multe companii îl folosesc ca bază pentru remunerarea managerilor.

<sup>4</sup> Neculai Tabără, Dicu Roxana-Manuela, Indicatori de Performanță în contextul Reglementărilor Contabile Internaționale, Universitatea Danubius Galați, EIRP International Conference on European Integration – realities and Perspectives, Proceedings, 2007, vol. 2

<sup>5</sup> Vasilescu Laura, Evaluarea performanței firmei pe baza indicatorilor financiari, Analele Universității „Constantin Brâncuși” din Târgu Jiu, Seria Economice, Nr. 3/2011, pag. 159

<sup>6</sup> Petrescu Silvia, Analiză și diagnostic financiar-contabil, ghid teoretico-aplicativ, ed. CECCAR, București, 2008, pag. 280

<sup>7</sup> Balteș Nicolae, Vasiu Diana Elena, Analiza performanței financiare a entității economice, ed. Universității „Lucian Blaga” din Sibiu, 2015, pag. 172

✓ **Valoarea Adăugată de Piață (Market Value Added- MVA)**

Se determină ca diferență între valoarea de piață a companiei (capitalizarea bursieră) și valoarea contabilă a capitalului aportat de către acționari. Valoarea adăugată de piață se află într-o legătură directă cu valoarea economică adăugată. Astfel, o creștere a valorii economice adăugate va majora preferința investitorilor pentru companie, ceea ce va conduce la o apreciere a cursului acțiunilor și implicit la creșterea valorii adăugate de piață.

Există mai multe perspective de abordare ale modelului de calcul al valorii adăugate de piață:<sup>8</sup>

- Ca indicator al performanței externe a companiei:

$$\text{MVA1} = \text{Valoarea de piață} - \text{Capitalul investit}$$

- Întrucât datoriile sunt înregistrate în bilanț la valoarea lor nominală, neexistând diferențe între valoarea lor contabilă și valoarea de piață, MVA se poate determina pe baza relației:

$$\text{MVA2} = \text{Capitalizarea bursieră} - \text{Capitaluri proprii}$$

- Ca diferență între valoarea de piață a companiei și valoarea activului net contabil (ANC):

$$\text{MVA3} = \text{Capitalizarea bursieră} - \text{ANC}$$

O valoare adăugată de piață pozitivă evidențiază faptul că entitatea economică creează valoare pentru investitori.

✓ **Rentabilitatea Totală a Acționarilor (RTA)**

Caracterizează valoarea nou creată de o companie pentru acționarii săi, într-o anumită perioadă de timp. Se calculează ca raport între modificarea valorii bursiere a acțiunilor la care se adaugă dividendele pe acțiune distribuite și valoarea bursieră a acțiunilor la începutul perioadei.<sup>9</sup>

$$\text{RTA} = \text{CB} + \text{Dividende} / \text{CB0}$$

În care:

CB = modificarea valorii bursiere (CB1 – CB0)

CB1 = valoarea bursieră la sfârșitul perioadei

CB0 = valoarea bursieră la începutul perioadei

Indicatorul este limitat din punct de vedere al influenței evoluției cursului bursier al acțiunilor pe piața bursieră și a altor factori externi care nu depind de performanța companiei și nu pot fi controlați de aceasta. Valoarea indicatorului este afectată și de schimbările în distribuirea fluxurilor de numerar către investitori.

✓ **Rentabilitatea Lichidă a Investițiilor (Rli)**

Rentabilitatea lichidă a investițiilor reprezintă o rată internă de rentabilitate, exprimând procentual raportul dintre cash flow-ul brut al perioadei, din care se deduc amortizarea și totalul investițiilor brute. Indicatorul se determină utilizând următoarea relație de calcul:

$$\text{Rli} = (\text{Cfb}-\text{A}) / \text{Ib} = (\text{Rnet} + \text{D} + \text{A} - \text{A}) / \text{Ib} * 100 = (\text{Rnet} + \text{D}) / \text{Ib} * 100 \\ = \text{Cfs} / \text{Ib} * 100$$

în care:

Cfb = cash flow brut (Rnet + D + A)

Rnet = rezultatul net

<sup>8</sup> Vâlceanu Gheorghe, Robu Vasile, Georgescu Nicolae, Analiză economico financiară, ediția a doua, Ed. Economică, 2005, pag. 332

<sup>9</sup> idem

D = cheltuieli privind dobânzile  
 A = amortizarea  
 $I_b = \text{investiții brute } (A_i + A_c)$   
 $A_i = \text{active immobilizate brute, actualizate la rata inflației}$   
 $A_c = \text{active circulante nete}$   
 $Cfs = \text{cash flow sustenabil } (Cfs = Cfb - A = R_{net} + D)$

➤ **Studiu privind evoluția performanței financiare la companii aparținând industriei prelucrătoare a metalelor listate la Bursa de Valori București**

Cercetarea este realizată pentru cinci companii aparținând industriei metalurgice, cu activitate de prelucrare a metalelor, listate la Bursa de Valori București, respectiv: Emailul S.A, VES S.A, Metalurgica S.A, Inox S.A., Industria Prahova S.A, perioada 2015-2019. Evoluția principalilor indicatori privind crearea de valoare în perioada 2015-2019 este prezentată în figurile 1-3.

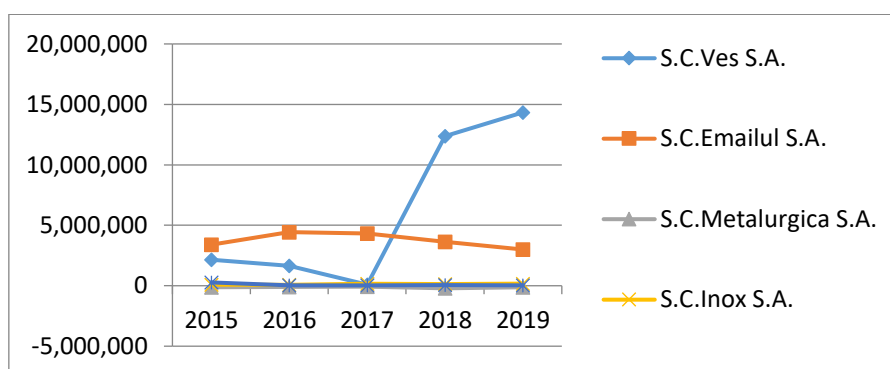


Figura nr. 1. Evoluția Valorii economice adăugate  
 Sursa: prelucrare proprie autor pe baza datelor furnizate de [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Se constată că Metalurgica S.A. nu a creat valoare adăugată în niciun exercițiu financiar, întrucât rezultatul operațional realizat nu acoperă costul capitalului, nefiind atractivă pentru investitori. Celelalte patru companii cuprinse în cercetare au înregistrat valori pozitive ale indicatorului, în perioada 2015-2019.

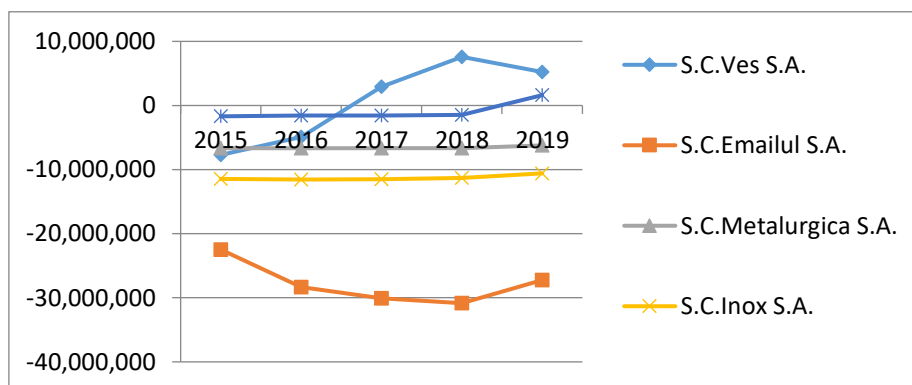


Figura nr. 2. Evoluția Valorii adăugate de piață  
 Sursa: prelucrare proprie autor pe baza datelor furnizate de [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Singura companie pentru care s-au înregistrat valori pozitive, în perioada 2015-2019, ale indicatorului este VES S.A., urmare capitalizării bursiere superioare activului net contabil. Pentru celelalte companii cuprinse în cercetare s-au înregistrat valori negative ale indicatorului, ceea ce sugerează faptul că, deși creează valoare pentru acționari, ele nu erau atractive pentru investitori.

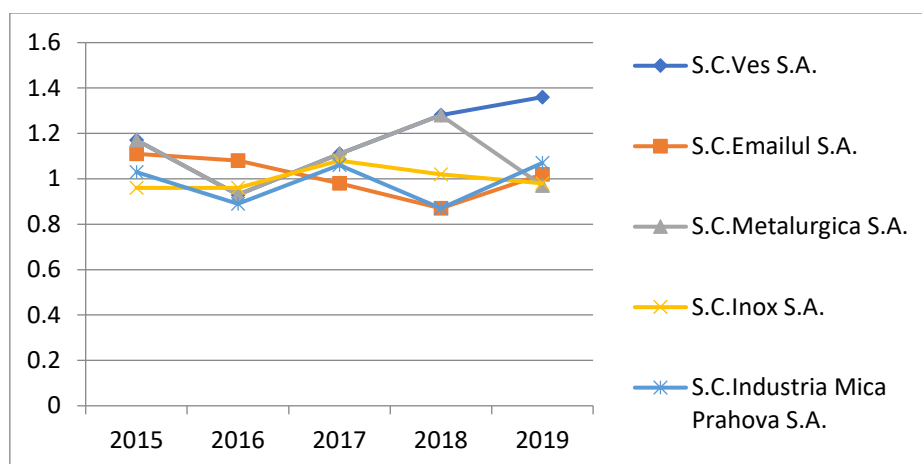


Figura nr. 3. Evoluția Rentabilității totale a acționarilor

Sursa: prelucrare proprie autor pe baza datelor furnizate de [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro)

Se constată un nivel relativ redus și o evoluție fluctuantă a indicatorului pentru toate cele cinci companii analizate. Această situație este explicată pe de o parte de modificarea cursului bursier al acțiunilor iar pe de altă parte datorită valorii scăzute a dividendelor plătite anual către acționari.

### Concluzii

Cercetarea realizată, deși a cuprins un număr redus de companii precum și o perioadă relativ scurtă de timp, a evidențiat faptul că măsurătorile care se bazează pe rate operaționale sau indicatori bilanțieri ajustați sunt mai bune pentru manageri care, astfel, observă ce factori influențează mai bine valoarea companiei și ce pârghii trebuie acționate pentru a crește valoarea acesteia. Pe de altă parte, pentru investitori este mai importantă capitalizarea companiei, deoarece, practic, ei câștigă (sau pierd) din evoluția cursului acțiunilor. Pentru o măsurare cât mai corectă a performanței financiare a unei companii considerăm că ar trebui folosiți în analiză atât indicatori bilanțieri clasici cât și indicatori moderni privind crearea de valoare. În acest sens, Koller, partener la McKinsey atrage atenția că ”din dorința de a alege cel mai reprezentativ indicator de măsurare a performanței financiare a companiei, se poate ajunge să se insiste prea mult asupra modului de creare a valorii pentru acționari și să se minimizeze adevăratele scopuri ale creării acestor indicatori și anume ajutarea managerilor de a lua deciziile care maximizează valoarea creată pentru acționari”.

### Bibliografie selectivă

Balteș Nicolae, Expertiză contabilă și diagnostic financiar, studii de caz, Editura Pro Universitaria, București, 2020

Balteș Nicolae, Alexandra Gabriela Maria Dragoș, *Performanța financiară în industria prelucrătoare*, Editura Tehno Media, Sibiu, 2018

Balteș Nicolae, Vasiliu Diana, *Analiza performanței financiare a entității economice*, editura Universității “Lucian Blaga” din Sibiu, 2015

Balteș Nicolae (coordonator) și colaboratori, *Analiză economico-financiară*, Editura Universității “Lucian Blaga” din Sibiu, 2013

Balteș Nicolae, *Analiză și diagnostic financiar*, Editura Universității “Lucian Blaga” din Sibiu, 2010

Feleagă Nicolae, Feleagă Liliana, Bunea Ștefan, *Bazele contabilității*, Ed. Economică, 2002

Petrescu Silvia, Analiză și diagnostic financiar-contabil, ghid teoretico-aplicativ, ed. CECCAR, București, 2008

Stancu Ion, Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului. Investiții directe și finanțarea lor. Analiza și gestiunea financiară financiară a întreprinderii. Ediția a patra, Ed. Economică, București, 2007

Tabără Neculai, Dicu Roxana-Manuela, Indicatori de performanță în contextul Reglementărilor Contabile Internaționale, Universitatea Danubius Galați, EIRP International Conference on European Integration – Realities and Perspectives, Proceedings, 2007, vol. 2

Vasilescu Laura, Evaluarea performanței firmei pe baza indicatorilor financiari, Analele Universității „Constantin Brâncuși” din Târgu Jiu, Seria Economice, Nr. 3/2011

<http://oeconomica.org.ro/files/pdf/39.pdf>