

ANALIZA FACTORIALĂ A VALORII ECONOMICE CREATE

LECT. UNIV. DR. CAMELIA BURJA

Universitatea “ 1 Decembrie 1918” Alba Iulia, Alba Iulia, Str.Nicolae Iorga, nr.11-13, Tel:
0258/811512

Email: cameliaburja@yahoo.com

Abstract: The economic created value it is at this time an existent and usefull indicator for outcomes measurement, those which are obtained by an economic agent. The paper presents the method of indicator's calculation, his significance and his possibilities of analysis.

Întâlnită în teorie și sub numele de câștig economic, EVA se poate determina pornindu-se de la profitul net al activității de exploatare sau de la fluxul de numerar net al exploatării, diminuate cu costul capitalurilor investite.

Modelul de analiză a valorii economice create pornește de la relația de calcul:

$$EVA = PN - CKI \quad (1)$$

unde: *PN* reprezintă profitul net;

CKI - costul capitalului investit.

Ca ipoteză de lucru se consideră că rezultaul exploatării nu este afectat de celelalte tipuri de activități (financiară și extraordinară) iar profitul net exprimă în acest caz corect câștigul obținut de firmă din activitatea de exploatare.

Întrucât capitalul investit este structurat de regulă, pe cele două componente, capital propriu și capital împrumutat, în ecuație trebuie introduse elemente care exprimă costul capitalului propriu investit în afacere precum și costul împrumuturilor făcute pentru a completa fondurile proprii.

Costul capitalului propriu este echivalent cu nivelul de rentabilitate sperat de finanțatorii afacerii, acționari sau creditorii. Câștigul potențial al deținătorilor de capital trebuie să fie suficient de mare astfel încât să îi incite pe aceștia să cumpere acțiuni dar și să le conserve, situație caracterizată de o rată de rentabilitate estimată ce acoperă riscurile investiției financiare. În teoria și practica financiară se acceptă ca rată de remunerare a capitalurilor proprii, o rată a dobânzii la care se adaugă o primă de risc.

Riscul pe care acționarii și-l asumă poate fi generat de variabilitatea unor indicatori macroeconomici (PIB, rata inflației, rata dobânzii, cursul valutar), numit risc sistematic și/sau de risc specific datorat întreprinderii (variabilitatea rentabilității economice și financiare, riscul de faliment etc.) sau sectorului economic din care face parte.

În ceea ce privește *costul capitalului împrumutat* el corespunde unui nivel de rentabilitate sperat de creditorii care egalează fondurile împrumutate cu valoarea actuală a plăților privind rambursările și dobânda viitoare. Corespunde de obicei ratei dobânzii nominale, atunci când rambursarea are loc o singură dată la finele perioadei și când nu luăm în calcul incidențele impozitului (costul calculat este un cost înaintea impunerii) și a cheltuielilor de emisiune și de derulare a serviciului împrumutului.

Ținând cont de aceste elemente costul capitalului investit în afacere va depinde de mărimea capitalului investit (*CI*) și de costul mediu ponderat al capitalului (*CMPC*) care la rândul său este influențat de costul ponderat al diferitelor surse de finanțare a afacerii.

$$CMPC = \frac{Cpr}{CI} \cdot Cfp + \frac{Dat}{CI} \cdot Cd \quad (2)$$

unde:

Cpr - capitaluri proprii;

CI - capital investit;

Dat - capital împrumutat;

Cfp - costul fondurilor proprii;

Cd - costul datoriei.

Notând sintetic cu g_i ponderea celor două categorii de capital, propriu și împrumutat și cu k_i costurile surselor de finanțare, relația de determinare a costului mediu ponderat al capitalului devine:

$$CMPC = \frac{g_1}{100} \cdot K_1 + \frac{g_2}{100} \cdot K_2 \quad \text{adică,}$$

$$CMPC = \frac{\sum_{i=1}^n g_i \cdot K_i}{100} \quad (3)$$

Formula valorii economice create va deveni:

$$EVA = PN - CI \cdot CMPC \quad (4)$$

Scotând factor comun capitalul investit (*CI*), formula valorii economice create se transformă în:

$$EVA = CI \cdot \left(\frac{PN}{CI} - CMPC \right) \quad (5)$$

În relația 5 se identifică prezența ratei de rentabilitate economică nete ($\frac{PN}{CI}$) iar prin deducerea costului capitalurilor investite din rata remunerării nete se obține de fapt, o mărime care arată în cifre relative sporul de rentabilitate generat de exploatarea capitalului total investit în afacere. Deoarece valoarea economică creată crește odată cu mărirea distanței dintre rata rentabilității economice nete și costul mediu ponderat al capitalului, și invers, sporul relativ de rentabilitate constituie un adevărat levier investițional (*Linv*). O mărime negativă a levierului investițional va avea ca efect pierderea de valoare economică, valoarea sa pozitivă fiind un indiciu al capacității firmei de a produce efecte favorabile pentru investitori.

$$EVA = CI \cdot Linv \quad (6)$$

Pentru o analiză mai complexă a valorii economice create se identifică și alți factori de influență și anume: rentabilitatea comercială, viteza de rotație a capitalului investit, structura capitalului investit, mărimea capitalurilor investite.

În continuare se propune un *model de analiză factorială a valorii economice create* care surprinde atât influența unor factori direcți, capital investit și levier investițional, cât și a factorilor indirecti. Aceștia, aflați pe două nivele intermediare de influență interacționează cu valoarea economică creată prin intermediul levierului investițional.

Pentru ilustrarea complexelor interdependențe care afectează nivelul și evoluția valorii economice create în micromediul economic, se folosește un studiu de caz care prezintă următoarea situație a principalilor indicatori economico-financiari (tabel nr. 1):

Tabel nr. 1

Indicatori	Perioada	
	n-1	n
Cifra de afaceri (mil lei)	37619	46436
Capital propriu (mil lei)	32798	32798
Pondere capitalului propriu (%)	22,7	22,0
Capitaluri investite (mil lei)	144680	149571
Datorii (mil lei)	111882	116733
Pondere capitalului împrumutat (%)	77,3	78
Rezultatul net al exercițiului (mil lei)	10060	14420
Cheltuieli privind dobânzile (mil lei)	2850	8880
Costul capitalului propriu (%)	18	15
Costul datoriilor (%)	2,5	7,6
Costul mediu ponderat al capitalului investit (%)	6,0	9,23
Valoarea economică creată (mil.lei)	1375	613

Aplicarea modelului factorial de analiză a valorii economice create pe exemplul din tabelul nr.1 conduce la obținerea rezultatelor prezentate în continuare.

Dinamica valorii economice create a fost:

$$\Delta EVA = CI_1 \cdot \left(\frac{PN_1}{CI_1} - CMPC_1 \right) - CI_0 \cdot \left(\frac{PN_0}{CI_0} - CMPC_0 \right) = -762 \text{ mil lei}$$

Factorii de influență au acționat asupra valorii economice create astfel:

1. Influența capitalurilor investite:

$$\Delta EVA(CI) = \Delta CI \cdot \left(\frac{PN_0}{CI_0} - CMPC_0 \right) = 46 \text{ mil lei}$$

2. Influența levierului investițional:

$$\Delta EVA(Linv) = CI_1 \cdot \left[\left(\frac{PN_1}{CI_1} - CMPC_1 \right) - \left(\frac{PN_0}{CI_0} - CMPC_0 \right) \right] = -808 \text{ mil lei}$$

din care:

2.1. Influența costului capitalurilor investite:

$$\Delta EVA(CMPC) = -CI_1 \cdot \Delta CMPC = -4831 \text{ mil lei}$$

din care:

2.1.1. Influența structurii capitalului investit:

$$\Delta EVA(g_i) = -CI \cdot \left(\frac{\sum g_1 K_0}{100} - \frac{\sum g_0 K_0}{100} \right) = 135 \text{ mil lei}$$

2.1.2. Influența costurilor individuale ale capitalurilor investite:

$$\Delta EVA(K_i) = -CI \cdot \left(\frac{\sum g_1 K_1}{100} - \frac{\sum g_1 K_0}{100} \right) = -4966 \text{ mil lei}$$

2.2. Influența rentabilității economice:

$$\Delta EVA\left(\frac{PN}{CI}\right) = CI_1 \cdot \Delta \frac{PN}{CI} = 4023 \text{ mil lei}$$

din care:

2.2.1. Influența rentabilității comerciale:

$$\Delta EVA\left(\frac{PN}{CA}\right) = CI_1 \cdot \Delta \frac{PN}{CA} \cdot \frac{CA_0}{CI_0} = 1676 \text{ mil lei}$$

2.2.2. Influența vitezei de rotație a capitalurilor investite:

$$\Delta EVA\left(\frac{CA}{CI}\right) = CI_1 \cdot \frac{PN_1}{CA_1} \cdot \Delta \frac{CA}{CI} = 2346 \text{ mil lei}$$

Studiul de caz referitor la analiza valorii economice create a prilejuit cunoașterea modului de acțiune a factorilor și desprinderea mai multor concluzii.

O primă constatare este că la agentul economic vizat câștigul net final apreciat prin prisma valorii economice create a scăzut în timp, înregistrându-se o pierdere de valoare de 762 mil lei. Comparativ cu câștigul înregistrat de firmă, de 3360 mil lei, dacă examinăm activitatea cu ajutorul indicatorului profit net, pierderea sesizată exprimată prin indicatorul valoare economică creată pare surprinzătoare, dar abea acesta exprimă situația reală a randamentului economico-financiar al firmei.

Deoarece indicatorul valoare economică creată a introdus în ecuația de analiză costul capitalurilor investite, evoluția negativă a EVA ilustrează o diminuare însemnată în timp a rentabilității economice, care este devansată de către creșterea costurilor capitalurilor angajate în afacere.

Levierul investițional a avut o puternică influență negativă provocând investitorilor pierderi serioase de capital (-808 mil lei), făcându-se remarcată o simțitoare micșorare a capacității activității de exploatare de a genera profit net în urma gestionării capitalului investit, care să fie superioară remunerării acestuia. În acest caz s-a produs riscul investițional iar angajarea de capital nu a generat efectul așteptat de proprietarii capitalului, încât averea reală a acestora s-a micșorat.

Influența negativă a costului mediu al capitalurilor investite asupra EVA (-4831 mil lei) a fost contracarată de influența rentabilității economice (4023 mil lei), care însă nu s-a dovedit suficientă pentru a evita pierderea de valoare economică creată. Din acest punct de vedere o rezervă de creștere a EVA ar fi atât creșterea rentabilității comerciale a firmei, cât și accelerarea vitezei de rotație a capitalurilor angajate, astfel ca rentabilitatea să devină superioară remunerării capitalului și să se obțină o îmbunătățire a levierului investițional.

Bibliografie:

1. Burja V., Todea N., Burja C. – “Analiza financiară și evaluarea societăților comerciale”, Editura Risoprint, Cluj Napoca, 2003.

2. Dîmbean-Creța O. – “Decizia de investiții. Valoarea economică adăugată”, Editura Tehnică, București, 2000.
3. Pantea I.M., Stark L – “Principii ale cuantificării performanțelor manageriale pe baza valorii economice adăugate”, Simpozionul internațional Timișoara, 2002.
4. Pantea I.M., Stark L.E. – “Model de analiză factorială a valorii economice adăugată pe baza fluxurilor de numerar”, Sesiune de comunicări științifice, Cluj-Napoca, 2004.