

D. Grițco,
Drd., asistent universitar,
L. Dumbravanu
Drd., asistent universitar,
Universitatea de Stat „Alec Russo” din Bălți

ANALIZA INFLUENȚEI STRUCTURII CAPITALULUI ASUPRA SITUAȚIEI FINANCIARE A ÎNȚREPRINDERII

Stabilitatea financiară, precum și riscul de pierdere a solvabilității, depind substanțial de sursele de finanțare ale întreprinderii și de coraportul dintre tipurile diferite de surse. Structura capitalului are un impact semnificativ asupra poziției financiare a întreprinderii, fapt ce determină necesitatea cercetărilor analitice în acest domeniu. Capitalul întreprinderii caracterizează posibilitățile financiare de dezvoltare ale acesteia și arată de ce mijloace dispune entitatea pentru a-și desfășura activitatea și a obține profit. O importanță mare, în acest sens, îl are raportul dintre diferite tipuri de surse de finanțare ale întreprinderii. Este bine cunoscut faptul că capitalul necesar pentru dezvoltarea activității economico-financiare a întreprinderii este format din două componente: capitalul propriu și capitalul împrumutat, care se deosebesc substanțial prin cheltuielile pe care le generează. Structura financiară a întreprinderii reprezintă o compoziție complexă

și coordonată a diverselor surse de finanțare la care managementul financiar recurge pentru a acoperi necesarul de finanțat. Structura capitalului are un impact semnificativ asupra poziției financiare a întreprinderii, ceea ce determină necesitatea cercetărilor analitice în acest domeniu.

Momentul important în analiza capitalului investit este evaluarea structurii sale și determinarea impactului modificărilor survenite în structura capitalului asupra poziției financiare a întreprinderii. În primul rând, este necesar să se analizeze structura capitalului exprimată prin raportul dintre capitalul propriu și cel împrumutat. În acest sens, se precaută pasivului bilanțului din situația financiară anuală, care reflectă toate sursele de finanțare ale întreprinderii. Informația din bilanț ne permite să determinăm ce modificări au avut loc în structura capitalului propriu și a capitalului împrumutat, mărirea fondurilor împrumutate pe termen lung sau scurt care au fost atrase pe parcursul perioadei de gestiune de către entitatea economică.

Trebuie să menționăm că, alegerea surselor de finanțare a activității ocupă locul primordial în activitatea managerială a întreprinderii, deoarece capitalul atât cel propriu cât și cel împrumutat atrage după sine costuri, care reduc rezultatul financiar al întreprinderii. Raportul dintre capitalul propriu și cel împrumutat determină, în mare măsură, nivelul rentabilității obținute de întreprindere, prin urmare apare necesitatea formării unei structuri financiare optime.

Structura financiară optimă reflectă acea compoziție a capitalurilor care permite întreprinderilor realizarea, cu maximum de rezultate, a obiectivelor de realizare de bunuri și servicii în conformitate cu cerințele pieței și maximizarea valorii de piață.

Practica arată că nu există cerințe unice pentru formarea unui raport eficient între capitalul propriu și cel împrumutat, nu numai pentru entității din aceeași sferă de activitate, ci chiar și pentru o companie aflată în diferite etape ale ciclului său de viață și în diferite conjuncturi ale pieții. În același timp, există o serie de factori obiectivi și subiectivi, care trebuie să fie luați în calcul la formarea structurii capitalului în cadrul unei întreprinderi, pentru a putea utiliza cât mai eficient componentele acestuia. Principalii factori sunt:

- particularitățile ramurale ale activității economice a entității;
- etapa din ciclul de viață al entității economice;
- conjunctura pieței de materii prime și financiare;
- nivelul rentabilității activelor;
- atitudinea creditorilor față de entitatea economică;
- nivelul impozitului pe profit;
- mentalitatea financiară a proprietarilor și managerilor organizației.

Având în vedere acești factori, analiza și gestionarea structurii capitalului trebuie efectuate după două direcții principale:

- stabilirea proporțiilor optime între capitalul propriu și împrumutat pentru entitatea economică concretă;
- atragerea de către entitate a formelor și volumelor de capital necesare pentru a atinge nivelul optim al structurii capitalului.

În același timp, structura capitalului trebuie optimizată în următoarele direcții:

- maximizarea nivelului rentabilității capitalului propriu;
- minimizarea costului capitalului.

Atunci când analizăm structura capitalului, este necesar să se studieze efectul capitalului împrumutat și propriu asupra formării rezultatului financiar final al unei întreprinderi. Prin atragerea de capital împrumutat, proprietarii companiei au posibilitatea de a implementa proiecte mai ambițioase, în ciuda faptului că ponderea capitalului propriu în totalul surselor de finanțare poate rămâne nesemnificativă. Cu toate acestea, în anumite circumstanțe, fondurile împrumutate pot avea un efect negativ, agravând poziția financiară a companiei până la nivelul falimentului.

Capitalul propriu este caracterizată prin astfel de caracteristici pozitive cheie, precum ușurința de atragere și capacitatea mai mare de a genera profituri în toate domeniile de activitate, deoarece utilizarea lui nu necesită plata dobânzii. În același timp, capitalul propriu are și careva dezavantaje: volumul limitat și, în consecință, posibilitățile limitate de extindere a activității economice.

Folosind doar capitalul propriu, entitatea are cea mai mare stabilitate financiară, dar limitează ritmul dezvoltării sale. La rândul său, capitalul împrumutat se caracterizează prin posibilități destul de largi de atragere de surse de finanțare, în special în cazul când entitatea economică are o istorie de creditare bună sau are garanții.

Capitalul împrumutat asigură creșterea potențialului financiar al întreprinderii, dacă este necesar o extindere semnificativă a activelor sale. El este capabil să genereze o creștere a rentabilității financiare datorită efectului pârghiei financiare. În același timp, utilizarea capitalului împrumutat generează un risc de scădere a stabilității financiare și un risc de pierdere a solvabilității. Nivelul acestor riscuri crește proporțional cu creșterea cotei capitalului împrumutat.

Activele formate din capitalul împrumutat generează o rată a rentabilității mai mică, care este redusă cu valoarea dobânzii pe împrumutul plătit. Există, de asemenea, o dependență ridicată a costului capitalului împrumutat de fluctuațiile pe piața financiară. Astfel, o întreprindere care utilizează capital împrumutat are un potențial financiar mai mare pentru dezvoltarea sa și posibilitatea creșterii rentabilității financiare, dar într-o măsură mai mare generează risc financiar și amenințarea cu falimentul.

Marimea influenței structurii financiare asupra performanțelor întreprinderii a dat naștere efectului de levier financiar, care poate fi definit ca fiind mecanismul prin care atragerea surselor împrumutate influențează rentabilitatea capitalului propriu, reabilitate exprimată prin raportul dintre profit și capitalul propriu.

Efectul levierului financiar (ELF) poate fi calculat după următoarea formula:

$$ELF = (R_a - r_d) (1 - i) \cdot D/CPr,$$

unde: R_a –rentabilitatea activelor calculată în baza profitului până la impozitare și plata dobânzilor,

r_d - rata medie a dobanzii % (raportul dintre suma procentelor calculate la valoarea medie a capitalului împrumutat),
 D - valoarea medie a datoriilor purtatoare de dobânzi,
 C_{pr} - valoarea medie a capitalului propriu,
 $(R_a - r_d)$ - ecartul rentabilității activelor față de rata medie a dobânzii sau diferențialul levierului financiar,
 D/C_{pr} - gradul de îndatorare sau brațul levierului financiar,
 i - cota impozitului pe venit.

Diferențialul levierului financiar ($R_a - r_d$) reprezintă condiția principală în obținerea unui efect de levier pozitiv, în condițiile când nivelul rentabilității capitalului propriu depășește rata medie a dobanzii la creditele acordate. Putem avea mai multe cazuri:

- $R_a > r_d$, în acest caz există un efect de levier pozitiv;
- $R_a < r_d$, în acest caz există un efect de levier negativ;
- efectul de levier este nul ($R_a = r_d$).

Deci, efectul levierului financiar arată cu câte procente se majorează suma capitalului propriu al întreprinderii din contul atragerii surselor împrumutate în activitatea economică a entității.

Exemplificarea acestui model o vom efectua apelând la datele unei întreprinderi de panificație din nordul Republicii Moldova preluate din situațiile financiare pentru anii 2018-2019.

Tabelul 1

Date inițiale pentru determinarea efectului levierului financiar

Indicatori	2018	2019	Abaterea
1. Profitul până la impozitare și plata dobânzilor, lei	128170	136575	+8405
2. Cheltuieli aferente dobânzilor, lei	95758	104796	+9038
3. Profitul până la impozitare după plata procentelor pe credit, lei	32412	31779	-633
4. Cheltuieli privind impozitul pe venit, lei	27967	18101	-9866
5. Cota impozitului pe venit, coeficient ($rd.4/rd.3$)	0,8628	0,5696	-0,2932
6. Valoarea medie a activelor, lei	10969378	11878534	+909156
7. Valoarea medie a capitalului propriu, lei	5707685	7816746	2109061
8. Valoarea medie a datoriilor financiare (capitalul împrumutat), lei	571665	1316072	+744407
9. Levierul financiar (brațul parghiei financiare) ($rd.8/rd.7$)	0,1002	0,1684	+0,0682
10. Rentabilitatea activelor calculate până la plata impozitelor și a creditelor, % ($rd.1/rd.6 \cdot 100$)	1,17	1,15	-0,02
11. Rata medie a dobanzii, % ($rd.2/rd.8 \cdot 100$)	16,75	7,96	-8,79
12. Efectul levierului financiar, % [$(rd.10 - rd.11) \cdot (1 - rd.5) \cdot rd.9$]	-0,214	-0,494	-0,28

Calculule realizate în tabelul de mai sus denotă faptul că în anul 2019 la fiecare leu investit în active, întreprinderea a obținut doar 1,15 bani profit până la plata impozitelor și a creditelor, în scădere cu 0,02 față de anul precedent. Concomitent, pe parcursul utilizării surselor atrase, în ultimul an, întreprinderea analizată în realitate a cheltuit 7,96 bani pentru fiecare leu împrumutat, ceea ce reprezintă de 2,1 ori mai puțin față de anul precedent. Ca rezultat, a fost obținut un efect de levier negativ în marime de (0,494) puncte procentuale, care s-a micșorat față de anul precedent cu 0,28 puncte procentuale.

Deci, existența unui raport nesatisfacator dintre rata dobânzii și rata rentabilității activelor a generat o diminuare pronunțată a efectului de levier financiar.

Calculul și aprecierea influenței factorilor nominalizați asupra modificării efectului levierului financiar va fi realizat în tabelul 2, utilizând metoda substituțiilor în lanț.

Analiza factorială demonstrează că reducerea efectului levierului financiar cu 0,28 puncte procentuale în anul 2019 față de anul precedent a fost condiționată de modificarea, în special, a cotei impozitului pe venit și a brațului levierului financiar, care au redus efectul levierului financiar în 0,4 puncte procentuale. Concomitent, trebuie de menționat faptul că influența negativă a acestor doi factori a fost diminuată parțial de reducerea ratei medii a dobânzii, ceea ce a avut ca efect pozitiv sporirea efectului de levier financiar cu 0,12 puncte procentuale.

Tabelul 2

Calculul influenței factorilor asupra modificării efectului levierului financiar

Nr.de calcul	Nr.de subst.	Factorii de influență				ELF	Calculul influenței	Mărimea influenței
		Ra	r _d	1-i	D/CPr			
1	0	1,17	16,75	0,8628	0,1002	-0,214	-	-
2	1	1,15	16,75	0,8628	0,1002	-0,2145	-0,2145-(-0,214)	-0,005
3	2	1,15	7,96	0,8628	0,1002	-0,0936	-0,0936-(-0,2145)	+0,1209
4	3	1,15	7,96	0,5696	0,1002	-0,2937	-0,2937-(-0,0936)	-0,2001
5	4	1,15	7,96	0,5696	0,1684	-0,494	-0,494-(-0,2937)	-0,2003

Verificare: $-0,005+0,1209-0,2001-0,2003=-0,28$

În baza rezultatelor obținute, vom concluziona că la întreprinderea analizată nu este rațională atragerea surselor împrumutate, deoarece rentabilitatea activelor a fost inferioară ratei dobânzii în ambele perioade de analiză. Deci, pentru ca efectul de levier să acționeze favorabil, este necesar ca diferența ($R_a - r_d$) să fie pozitivă.

Din cele menționate mai sus, putem concluziona că modelul levierului financiar poate fi apreciat drept un instrument indispensabil, utilizat cu succes în fundamentarea deciziilor de politică financiară, menit să contribuie la alegerea unei structuri echilibrate a capitalului întreprinderii și la menținerea unei situații economice satisfactoare.

Bibliografia:

1. Paiadi V., Analiza influenței gradului de îndatorare asupra rentabilității capitalului propriu. În: Analele Academiei de Studii Economice a Moldovei: Ed. a VIII-a. Chișinău, ASEM, 2010. p. 294-297.
2. Ковалёв В.В., Финансовый менеджмент: теория и практика. Москва: Изд. Проспект, 2006. 1016 p.
3. Савицкая Г.В., Анализ хозяйственной деятельности предприятия. Москва: Инфра-М, 2009. 536 p.