

IMPORTANȚA CASH FLOW-ULUI PENTRU CREȘTEREA VALORII FIRMEI

Conf. dr. Marius DINCĂ
Universitatea Transilvania Brașov

Abstract. *Cash flow from operations (CFO) can be an acceptable performance measure, but as such it should be examined for distortions in the following ways: remove gains from tax benefits due to non-recurrent operations, such as repurchase of bonds at al-pari, even if they were sold under-pari; check for temporary CFO variations due to working capital actions, for example withholding payables, temporarily reduction of inventory; check for cash outflows classified under CFI that should be reclassified to CFO; check for other one-time CFO variations due to nonrecurring dividends or trading gains. Aside from being vulnerable to distortions, the major weakness of CFO is that it excludes capital investment money. We can generally overcome this problem by using free cash flow to equity (FCFE), which includes (or, more precisely, is reduced by) capital expenditures (CFI). Finally, the weakness of FCFE is that it will change if the capital structure changes. That is, FCFE will go up if the company replaces debt with equity (an action that reduces interest paid and therefore increases CFO) and vice versa. This problem can be overcome by using free cash flow to firm (FCFF), which is not distorted by the ratio of debt to equity.*

În ultima perioadă de timp s-a înregistrat o puternică orientare către cash flow și lichiditate în lumea afacerilor, în detrimentul profitului și al indicatorilor contabili ai profitabilității.

Acceptarea unanimă a obiectivului maximizării valorii firmei și renunțarea la obiectivul de maximizare a profitului au adus în centrul atenției capacitatea firmei de a produce și a menține un flux constant de lichidități de la clienții săi. Investitorii au în vedere în primul rând, capacitatea firmelor de a genera lichidități și mai puțin mărimea profitului contabil sau a ratelor de rentabilitate construite pe baza profitului contabil.

În sprijinul acestor afirmații avem dovezi care pot fi grupate în patru categorii:

1. Modificarea avuției acționarilor (sau câștigurile totale disponibile acționarilor) este strâns corelată cu modificările așteptărilor acestora referitoare la evoluția viitoare a firmei și mai puțin cu performanțele absolute din prezent;

2. Indicatorii de evaluare a câștigurilor acționarilor, cum ar fi ratele

dintre valoarea de piață și valoarea contabilă sunt legați de rentabilitatea capitalului investit și de creșterea acesteia;

3. Piața ignoră cosmetizările aduse situațiilor financiare și pune accentul pe rezultatele economice efective;

4. Piața acordă o mare atenție rezultatelor pe termen mediu și lung și nu doar performanțelor pe termen scurt.

Chiar dacă piețele prezintă deficiențe, acestea sunt de mică amploare și se manifestă pe termen scurt. Drept rezultat, managerii trebuie să acționeze ca și cum piețele ar fi eficiente. Pentru a avea o imagine mai bună asupra cash flow-ului și a formelor sale de manifestare, vom analiza conținutul situației cash flow-ului și vom încerca să prezentăm caracteristicile principalelor forme ale cash flow-ului.

Situația cash flow-ului

Situația cash flow-ului este cea mai intuitivă dintre toate situațiile financiare pe care le întocmește o firmă. În principiu, o firmă atrage capital pentru a putea procura active care generează

profit. Situația cash flow-ului urmărește parcursul disponibilului în cadrul firmei, în funcție de trei activități de bază:

(1) Disponibilul este obținut de la furnizorii de capital, constituind cash flow-ul din finanțare (CFF),

(2) Disponibilul este folosit pentru a achiziționa active, generând cash flow-ul din investire, (CFI),

(3) Disponibilul și activele achiziționate sunt utilizate pentru a obține un spor net sau un profit (cash flow-ul din exploatare sau CFE).

În tabelul de mai jos sunt prezentate clasificarea naturală și clasificarea tehnică ale cash flow-ului:

<i>Gruparea naturală</i>	<i>Situația CF</i>
I. Procurarea capitalului Emisiunea de acțiuni Emisiunea de obligațiuni Credite bancare	I. Cash flow-ul din finanțare Emisiunea de acțiuni Emisiunea de obligațiuni Credite bancare Plata dividendelor
II. Investiții Achiziția de imobilizări Achiziția de stocuri	II. Cash flow din investire Achiziția de imobilizări
III. Exploatarea Vânzarea Plata cheltuielilor Plata impozitelor	III. Cash flow-ul de exploatare Vânzarea Achiziția stocurilor Plata cheltuielilor Plata impozitelor Plata dobânzilor
IV. Remunerarea capitalului Plata dividendelor Plata dobânzilor	
	Cash Flow-ul Net

Observăm că situația cash flow-ului cuprinde trei secțiuni:

1. **Cash flow-ul din finanțare (CFF)** include disponibilul primit în urma emisiunii acțiunilor, obligațiunilor și a contractării creditelor bancare. Cash flow-ul din finanțare este diminuat cu dividendele plătite.

2. **Cash flow-ul din investire (CFI)** este de obicei negativ, deoarece

cea mai mare parte a sa este reprezentată de cheltuielile de capital pentru achiziția de imobilizări productive. Acesta poate însă include și disponibilul primit din investiții externe neconsolidate sau din joint ventures. CFI ține cont și de intrările sau ieșirile izolate rezultate din achiziții sau dezinvestiri.

3. **Cash flow-ul din exploatare (CFE)** include disponibilul obținut din vânzări precum și sumele cheltuite pentru a genera vânzări. Aici sunt cuprinse cheltuielile de exploatare cum ar fi salariile, chiriile și impozitele, dar și alte două elemente suplimentare care reduc CFE: disponibilul plătit pentru stocuri și dobânzile plătite în contul datoriilor.

Suma celor trei elemente ale cash flow-ului este egală cu cash flow-ul net:

$$\text{CFF} + \text{CFI} + \text{CFE} = \text{Cash Flow-ul Net}$$

Cash flow-ul net ar putea fi considerat un indicator de performanță, însă acesta prezintă dezavantajul că include fluxurile din finanțare. Astfel, cash flow-ul net poate fi prea ridicat numai datorită faptului că firma a contractat împrumuturi pentru a obține disponibil sau prea scăzut doar pentru că firma a utilizat disponibil pentru a rambursa un împrumut.

Cash flow-ul de exploatare (CFE) reprezintă un indicator acceptabil, dar nu unul perfect, al performanțelor firmei. Unul dintre neajunsurile CFE provine din regruparea nenaturală a fluxurilor în cadrul situației cash flow-ului. Astfel, dobânzile plătite în contul datoriilor (cheltuielile cu dobânzile) sunt tratate separat față de dividendele plătite: în timp ce dobânzile plătite reduc CFE, dividendele plătite reduc cash flow-ul de finanțare. Ambele remunerează furnizorii de capital, însă situația CF le tratează în mod diferit.

În consecință, deoarece dividendele nu sunt reflectate în CFE, o anumită firmă își poate spori CFE doar prin emisiunea de noi acțiuni utilizată pentru înlocuirea capitalului împrumutat. Dacă toate celelalte condiții sunt păstrate nemodificate, schimbarea datoriilor cu

capital propriu determină creșterea CFE cu valoarea dobânzilor nete plătite anterior.

Pentru analiza financiară este necesar să se stabilească ajustările care trebuie aduse cash flow-ului pentru a obține un indicator care să exprime capacitatea normală, recurentă a firmei de a genera încasări nete.

Cash Flow-ul trece printr-o firmă în patru stadii generice. În primul rând, disponibilul este obținut de la investitori și creditorii. În etapa a doua, disponibilul este folosit pentru a cumpăra active imobilizate și a constitui stocuri de active circulante. În stadiul al treilea, activele și stocurile îi permit firmei să obțină disponibil, din care se plătesc cheltuielile de exploatare și impozitele, înainte de a se ajunge la cel de-al patrulea stadiu. În acest stadiu final, disponibilul este returnat creditorilor și investitorilor. Reglementările contabile le impun firmelor să-și grupeze cash flow-urile naturale (reale) într-una din cele trei categorii care constituie împreună situația cash flow-ului. Tabelul de mai jos prezintă legăturile dintre gruparea naturală și gruparea din situația cash flow-ului. Intrările sunt reprezentate cu semnul plus, în timp ce ieșirile sunt însoțite de semnul minus:

Cash flow-uri naturale	Situația cash flow-ului
	Cash flow din finanțare (CFF)
+ Emisiunea acțiuni	+ Emisiunea acțiuni
+ Emisiunea obligațiuni	+ Emisiunea obligațiuni
	- Plata dividende
	Cash flow din investire (CFI)
- Achiziția de imobilizări	- Achiziția de imobilizări
- Achiziția de stocuri	
	Cash flow din exploatare (CFE)
+ Încasări din	+ Încasări din vânzări

vânzări

- Plata cheltuielilor de exploatare
- Plata dobânzilor aferente datoriilor
- Plata impozite
- Plata dividende

- Achiziția de stocuri

- Plata cheltuielilor de exploatare

- Plata dobânzilor aferente datoriilor

- Plata impozite

Cash Flow Net = CFF + CFI + CFE

Suma dintre CFF, CFI și CFE este cash flow-ul net. Deși cash flow-ul net nu poate fi manipulat de către manageri, el constituie un slab indicator al performanțelor firmei, deoarece include cash flow-ul din finanțare (CFF), care în funcție de activitățile financiare ale firmei, poate afecta cash flow-ul net astfel încât să contravină performanțelor economice efective. De exemplu, o firmă profitabilă poate decide să își folosească disponibilitățile excedentare pentru a-și amortiza datoria pe termen mediu și lung. În acest caz, un cash flow din finanțare negativ datorat ieșirii de lichidități necesare rambursării datoriei va duce cash flow-ul net spre zero, chiar dacă performanțele de exploatare sunt bune. Invers, o firmă neprofitabilă poate să își sporească artificial cash flow-ul net emițând obligațiuni sau acțiuni. De această dată, un cash flow de finanțare pozitiv va compensa un cash flow de exploatare negativ, chiar dacă performanțele economice ale firmei nu sunt satisfăcătoare.

Formele cash flow-ului

Cash flow-ul poate fi găsit în practica firmelor și în cadrul situațiilor financiare sub mai multe forme, fiecare cu importanța sa pentru managementul financiar al firmei. De aceea, este important să stabilim ajustările care trebuie realizate pentru a împiedica manipularea situațiilor financiare referitoare la cash flow.

Selecția celui mai bun indicator al cash flow-ului

În acest sens pot fi identificați cel puțin trei indicatori ai cash flow-ului din care putem alege, iar selecția depinde de scopurile analizei și de faptul dacă evaluăm capitalul propriu sau întreaga firmă.

Cea mai la îndemână soluție este de a alege cash flow-ul de exploatare direct din situația cash flow-ului. Acesta este un indicator larg răspândit, însă utilizat izolat prezintă unele deficiențe. Astfel, el exclude cheltuielile de capital, necesare pentru a menține capacitatea productivă a firmei și poate fi manipulat.

Dacă dorim să realizăm o evaluare sau să înlocuim un indicator contabil al rezultatelor, trebuie în primul rând să stabilim beneficiarul acțiunii. Astfel, dacă urmărim cash flow-ul pentru acționari, atunci trebuie să folosim **cash flow-ul liber al acționarilor (CFLA)**, concept asemănător profitului net și care este cel mai indicat pentru construcția ratelor preț-cash flow (P/CF).

Dacă ne interesează cash flow-ul disponibil tuturor investitorilor de capital, va trebui să utilizăm **cash flow-ul liber al firmei (CFLF)**. CFLF este similar bazei generatoare de disponibil utilizată în calculul valorii adăugate economice (EVA). În cadrul EVA, corespondentul CFLF este denumit profit net de exploatare (PNE) sau uneori profit net de exploatare cu impozitul ajustat (PNEIA), însă ambele sunt variante ale CFLF, cu unele ajustări asupra componentei de cash flow de exploatare (CFE).

Cash Flow pentru:	Indicator	Mod de calcul
Exploatare	CFE	CFE sau CFE ajustat
Acționari	Cash flow-ul liber al acționarilor (CFLA)	CFE – CFI
Creditori	Dobânda	Dobânda

	netă	plătită – Scutul de impozit
Firmă (acționari și creditori)	Cash flow-ul liber al firmei (CFLF)	CFE + Dobânda netă – CFI

Cash flow-ul din investire (CFI) este utilizat ca o estimare a nivelului cheltuielilor nete de capital necesare pentru a menține și a dezvolta firma, deducând cheltuielile necesare pentru a finanța creșterea curentă.

Cash flow-ul liber al acționarilor (CFLA) este egal cu cash flow-ul de exploatare minus cash flow-ul din investire (CFI). CFI este dedus din CFE deoarece acționarii sunt interesați să cunoască disponibilul care le revine după ce au fost realizate toate plățile, inclusiv cele pentru investiții pe termen lung. CFE poate fi sporit fie și numai pentru că firma a cumpărat active sau chiar o altă firmă. Cash flow-ul liber al acționarilor reprezintă un progres față de CFE deoarece ține cont de cash flow-ul disponibil acționarilor, liber de toate cheltuielile și plățile, inclusive cele pentru investiții.

Cash flow-ul liber al firmei (CFLF) folosește aceeași formulă ca și CFLA, numai că adaugă dobânda netă după impozitare, care este egală cu dobânda plătită de înmulțit cu diferența dintre 1 și cota de impozit pe profit. Dobânda netă este adunată deoarece în cazul CFLF avem în vedere cash flow-ul net total disponibil atât acționarilor cât și creditorilor. Dobânda plătită, mai puțin scutul de impozit al dobânzilor este o plată pe care o adunăm la CFLA pentru a obține un cash flow care este disponibil tuturor furnizorilor de capital.

Ajustarea Cash Flow-ului din exploatare (CFE)

Fiecare dintre cei trei indicatori menționați include CFE, însă dorim să surprindem CFE sustenabil sau recurent, respectiv CFE generat de către activitatea normală curentă a firmei. Din

acest motiv, adesea nu poate fi acceptat nivelul CFE raportat în situația cash flow-ului și este nevoie să determinăm un cash flow ajustat, eliminând cash flow-

urile singulare sau alte elemente de cash flow care nu sunt generate de operațiunile curente normale ale firmei.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

Brealey, Meyers	<i>Principles of Corporate Finance</i> , 7th ed., McGraw Hill, 2003;
Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson	<i>Financial Management and Analysis</i> , 2nd edition, John Wiley and Sons, 2003);
Helfert, Eric	<i>Financial Analysis Tools And Techniques A Guide</i> , McGraw Hill, 2001.