

Iulia-Oana ȘTEFAN

Iulia-Oana ȘTEFAN

**IMPLICAȚIILE PERFORMANȚELOR
FINANCIARE ASUPRA INDICATORILOR
BURSIERI AI ÎNTREPRINDERILOR COTATE**



Editura UNIVERSITARIA

Craiova, 2021

Referenți științifici:

Prof.univ.dr. Lucian Bușe
Prof.univ.dr. Marian Siminică

Copyright © 2021 Editura Universitaria
Toate drepturile sunt rezervate Editurii Universitaria

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României
ȘTEFAN, IULIA-OANA

Implicațiile performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor cotate / Iulia Oana Ștefan. - Craiova : Universitaria, 2021

Conține bibliografie

ISBN 978-606-14-1715-5

336

© 2021 by Editura Universitaria

Această carte este protejată prin copyright. Reproducerea integrală sau parțială, multiplicarea prin orice mijloace și sub orice formă, cum ar fi xeroxarea, scanarea, transpunerea în format electronic sau audio, punerea la dispoziția publică, inclusiv prin internet sau prin rețelele de calculatoare, stocarea permanentă sau temporară pe dispozitive sau sisteme cu posibilitatea recuperării informațiilor, cu scop comercial sau gratuit, precum și alte fapte similare săvârșite fără permisiunea scrisă a deținătorului copyrightului reprezintă o încălcare a legislației cu privire la protecția proprietății intelectuale și se pedepsesc penal și/sau civil în conformitate cu legile în vigoare.

PREFATĂ

Prezenta lucrare cu titlul „Implicațiile performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor cotate” a fost realizată sub îndrumarea domnului profesor universitar doctor Bușe Lucian și își propune elucidarea modalității și cuantificarea gradului în care performanța financiară înregistrată de companiile cotate la bursă își exercită influența asupra rentabilității acțiunilor pe piața de capital.

Din perspectivă economică, trăsăturile definerii ale secolului 21 pot fi sintetizate prin reflectarea a trei dimensiuni esențiale: globalizarea fără precedent a sistemelor economice, intensificarea până la exacerbare a nivelului de competiție și survenirea din ce în ce mai frecventă a perioadelor de instabilitate financiară. În aceste condiții, obținerea unor performanțe financiare satisfăcătoare se constituie într-un deziderat a cărui atingere comportă din ce în ce mai multe dificultăți pentru entitățile economice, indiferent de domeniul de desfășurare a activității. Dacă ne referim la întreprinderile cotate la bursă lucrurile se complică și mai mult întrucât piața este cea care trebuie să valideze sau să infirme performanța emitenților. Într-adevăr, mult dezbătuta teorie a piețelor eficiente nu a putut fi confirmată în maniera indubitabilă nici până în prezent iar subiectul incumbă o incertitudine și mai mare dacă piața de capital luată în considerare este una încă tânără, așa cum este cazul pieței de capital românești.

Având în vedere aceste aspecte ne fundamentăm convingerea că tema determinării *implicațiilor performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor cotate* se constituie într-o *direcție de cercetare importantă și de o reală actualitate*, prezentând totodată și un înalt grad de utilitate teoretică și practică pentru progresul științific din domeniul economico-financiar.

În vederea atingerii scopului enunțat inițial, cercetarea noastră a vizat îndeplinirea mai multor *obiective*: analiza problematicii privind natura conceptuală a performanței financiare, modalitatea și instrumentele de cuantificare a acesteia la nivelul entităților economice; identificarea și înțelegerea mecanismelor de funcționare a pieței de capital și a bursei de valori în calitate de principală componentă a sa; identificarea și analiza caracteristicilor și tendințelor evolutive ale Bursei de Valori București și a nivelului său de dezvoltare comparativ cu piețele de capital din regiune; evaluarea perspectivelor de reclasificare a României din piața de capital de frontiera în piață emergentă; analiza performanțelor financiare și bursiere înregistrate de întreprinderile listate la BVB și implementarea unui model funcțional de diagnosticare a performanței globale a acestora; analiza

corelativă și asociativă a indicatorilor de performanță financiară în raport cu indicatorii bursieri ai întreprinderilor cotate; fundamentarea unui model econometric viabil al rentabilității pe piață prin prisma performanței financiare, testarea, prelucrarea și validarea statistică și economică a acestuia; valorificarea modelului în testarea eficienței pieței de capital românești.

Metodologia de cercetare valorificată are un caracter echilibrat, îmbinând cercetarea teoretică, prezentă la un nivel mai cuprinzător sau mai restrâns în toate capitolele lucrării cu cea empirică, inițiată încă din capitolul doi și extinsă la diferite niveluri pe tot parcursul cărții; analiza calitativă cu cea cantitativă; abordarea transversală (spațială) cu cea longitudinală (temporală); Atât cercetarea teoretică a diverselor noțiuni, concepte, teorii, mecanisme și instrumente cât și cercetarea empirică a fenomenelor studiate s-a realizat apelând deseori la metoda observației și comparației dar și la analiza de conținut. În plus, derularea cercetării aplicative a necesitat și utilizarea unor metode matematice ce constau în determinarea ponderilor sau a ritmului de variație a diferiților indicatori studiați dar și a unor metode statistice și econometrice precum analiza indicatorilor tendinței centrale a seriei de date, analiza de corelație sau analiza de regresie liniară. Aceste metode matematice, statistice și econometrice au fost implementate cu ajutorul unor programe informatice dedicate, de tipul Microsoft Excel și EViews versiunea 7.0.

Originalitatea științifică a lucrării rezidă încă din primul capitol, atât prin fundamentarea, analiza și completarea conform propriilor convingeri și constatări a celor mai reprezentative abordări, concepții și teorii privind noțiunea de performanță financiară, managementul și instrumentele de cuantificare a acesteia cât și prin identificarea limitelor atribuite informației transmise de indicatorii de măsurare a performanței și, mai ales, prin propunerea unor soluții pertinente pentru a minimiza efectul acestor limitări. În capitolul doi este întreprinsă tratarea originală a bursei de valori prin detalierea funcțiilor, instrumentelor financiare tranzacționate și mai ales a implicațiilor pe care decizia de listare la bursă le manifestă asupra activității organizaționale în ansamblul său. Totodată, începând cu acest capitol originalitatea științifică rezultă și din întreprinderea numeroaselor *studii cu un pronunțat caracter aplicativ*, precum analiza evoluției gradului de dezvoltare a Bursei de Valori București comparativ cu piețele de capital din regiune sau evaluarea aplicativă a perspectivelor țării noastre de a fi reclasificată din piață de capital de frontieră în piață emergentă. În capitolul trei valoarea aplicativă a lucrării rezultă din analiza detaliată a performanțelor financiare și bursiere înregistrate de întreprinderile listate la BVB, un element inovativ fiind și elaborarea unui model de diagnostic al performanțelor globale ale acestora. Capitolul patru este și cel mai valoros din punct de vedere al cercetării aplicative conduse, studiul implicațiilor performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor listate

la BVB debutând etapizat, prin analiza inițială a corelației existente între cele două tipuri de indicatori. Rezultatele acestei analize ne conduc către elementul de originalitate cel mai valoros, dat de fundamentarea modelului de regresie a rentabilității pe piață prin prisma performanței financiare, model validat drept unul funcțional din punct de vedere statistic și economic. Acest model este valorificat într-un ultim studiu aplicativ al lucrării, de testare a eficienței pieței de capital românești.

Complexitatea lucrării a condus la o structurare a acesteia pe patru capitole, inițiată printr-o introducere argument și finalizată cu un set de concluzii, propuneri și dezvoltări ulterioare. Lucrarea poate fi astfel definită drept o provocare contemporană, de a conceptualiza și evalua performanță financiară prin raportare la companiile cotate pe piața de capital, în spiritul determinării gradului în care informațiile furnizate de indicatorii de performanță financiară sunt prelucrate și transpuse de investitori în mărimea prețului pe care aceștia sunt dispuși să îl plătească pentru acțiunile fiecărei companii.

Capitolul I, intitulat *“Valențele conceptului de performanță și instrumentele de cuantificare a acesteia la nivelul entității economice”* debutează prin clarificarea originii și a semnificației conceptului de performanță, concept ce a beneficiat de-a lungul timpului de o amplă tratare științifică, ce ne propunem a o supune unor dezbateri riguroase, susținute prin argumente solide și concludente. Un punct distinct îl constituie elucidarea triadei conceptuale performanță-rentabilitate-profitabilitate, oprindu-ne apoi atenția asupra evoluției problematicii monitorizării performanței întreprinderii de la o perspectivă în esența tradițională la moderna abordare a managementului prin valoare, cu prezentarea celor mai reprezentative teorii și implicații ale acestui sistem inovativ de management. Abordarea problematicii măsurării performanței întreprinderii este inițiată prin expunerea detaliată a instrumentului practic de redare a informațiilor necesare acestui demers, reprezentat de setul situațiilor financiar-contabile. Natura eterogenă a indicatorilor de măsurare și apreciere a performanței financiare impune tratarea diferențiată a acestora, după cum oferă informații relaționate cu aspecte financiare sau non-financiare ale activității întreprinderii. Detalierea individuală a semnificației, modalității de determinare și a implicațiilor acestor indicatori asupra calității de ansamblu a gestiunii financiare a întreprinderii conferă noi valențe teoretice precum și o utilitate practică sporită instrumentelor de cuantificare a performanței. Aceste instrumente sunt însă doar pe atât de relevante pe cât reușesc să satisfacă necesitățile informaționale ale utilizatorilor lor. Astfel, abordarea acestei ultime probleme este cea care marchează închiderea capitolului de debut al cărții, prin identificarea principalelor curențe imputate indicatorilor de măsurare a performanței și propunerea unor soluții viabile pentru îmbunătățirea relevanței acestora.

Capitolul II, intitulat *“Tendințe și perspective în evoluția burselor de valori”* realizează o incursiune în vastul domeniu al pieței de capital, cu accent pe bursa de valori în calitate de principală componentă a sa, demers considerat vital având în vedere scopul temei noastre de cercetare. Astfel, pornind de la aspectele conceptuale și structurale ale pieței de capital, importanța bursei de valori este dovedită fără echivoc prin detalierea argumentată a multitudinii de funcții pe care aceasta le exercită în cadrul unei economii funcționale, de la funcții de ordin individual până la cele manifestate la nivel micro sau macroeconomic, după cum bursa răspunde intereselor investitorilor, companiilor emitente sau chiar întregului sistem economic al unei țări. Delimitarea succesivă a caracteristicilor diverselor instrumente financiare ce pot fi tranzacționate la bursă este urmată de o încadrare absolut necesară a argumentelor pro și contra pe care le comportă listarea bursieră pentru orice companie. În continuare, cercetarea este direcționată din sfera generalului în contextul realității practice a pieței de capital românești și a principalei sale instituții, Bursa de Valori București. Un prim pas în această direcție îl constituie redarea mecanismului complex prin care piața de capital românească asigură respectarea condițiilor de transparență și standardizare fundamental vitale pentru funcționarea sa în bune condiții, urmat de analiza aplicativ consistentă a evoluției bursei autohtone în cele aproximativ două decenii de la reînființarea sa. Ultimele două subcapitole dețin o importantă contribuție practică prin evaluarea etapizată atât a gradului de dezvoltare a pieței de capital românești comparativ cu celelalte piețe ale regiunii cât și a perspectivelor țării noastre de a fi reclasificată din piață de capital de frontieră în piață emergentă.

Capitolul III, intitulat *“Analiza performanțelor financiare și bursiere pentru întreprinderile listate la BVB”* se constituie într-un demers complex de evaluare a performanței întreprinderilor românești în actualul context al crizei economico-financiare, analizând multidimensional starea de performanță prin prisma evoluției rentabilității, gradului de îndatorare, potențialului de finanțare și a valorii adăugate pe care companiile analizate o furnizează acționarilor lor. Analiza se continuă cu evaluarea perspectivei investitorilor asupra valorii întreprinderilor listate, prin intermediul evoluției rentabilității acțiunilor pe piața de capital. Investigația profund aplicativă se încheie prin sintetizarea celor mai relevante tendințe evolutive remarcate cu ajutorul unei analize SWOT, diversitatea acestor tendințe făcând necesară și elaborarea și implementarea unui model de diagnostic în vederea emiterii de aprecieri privind performanța generală a întreprinderilor listate.

Capitolul IV, intitulat *“Studiu privind implicațiile performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor listate la BVB”* urmărește îndeplinirea scopului final al lucrării, de a determina și cuantifica

impactul indicatorilor de performanță financiară asupra rentabilității acțiunilor pe piața de capital, demersul de cercetare științifică inițiat în contextul realității practice a companiilor românești având drept premisă fundamentală concluziile desprinse din sinteza originală a stadiului cunoașterii în literatura de specialitate internă și internațională. Apoi sunt urmărite sensul și intensitatea corelației existente între indicatorii de performanță financiară și cei mai reprezentativi indicatori bursieri care reflectă rentabilitatea companiilor analizate pe piața de capital. Existența unui nivel însemnat de asociere liniară între indicatorii de performanță și coeficientul de capitalizare a activului net (cunoscut și ca raportul PBV) constituie argumentul aprofundării cercetării noastre aplicative prin apelarea la tehnica modelării econometrice cu ajutorul procedurii regresiei liniare multiple. Implementarea acestei proceduri necesită o amplă documentare a literaturii econometrice, pe care o construim riguros într-un subcapitol dedicat. În continuare are loc fundamentarea modelului de regresie a rentabilității pe piață prin prisma performanței financiare, demersul fiind întreprins etapizat, pornind de la selecția și prelucrarea variabilei endogene, continuând cu generarea și prelucrarea modelului de regresie, pentru ca ulterior să fie dovedită și validitatea modelului din punct de vedere statistic și funcționalitatea sa din punct de vedere economic. În final, utilitatea aplicativă a modelului este valorificată în cadrul demersului de testare a eficienței pieței de capital românești.

Doriința de a contribui, chiar și într-o manieră modestă, la elucidarea multiplelor concepte, teorii, mecanisme și instrumente necesar a fi tratate în studiul problematicii *implicațiilor performanțelor financiare asupra indicatorilor bursieri ai întreprinderilor listate* este cea care ne-a determinat să elaborăm lucrarea de față. La fel de adevărat este însă că pluralismul dimensional și diversitatea valențelor pe care le comportă tema noastră de cercetare imprimă opiniilor exprimate în lucrarea de față un caracter continuu perfectibil.

Autoarea este recunoscătoare celor doi referenți, care prin sugestiile date și observațiile făcute au contribuit la îmbunătățirea materialului și exprimă sentimente de aleasă grațitudine editurii "UNIVERSITARIA", personal domnului Tudor Sorin care au sprijinit apariția lucrării. Totodată, autoarea aduce mulțumiri domnilor profesori Lucian Bușe și Nicu Marcu pentru sprijinul acordat, întregului colectiv de analiză din cadrul Departamentului de Finanțe, Bănci și Analiză Financiară al Facultății de Economie și Administrarea Afacerilor și facultății pentru șansa acordată prin intermediul proiectului "Cercetători competitivi pe plan european în domeniul științelor umaniste și socio-economice. Rețea de cercetare multiregională (CCPE)", POSDRU/159/1.5/S/140863.

Autoarea

LISTA ABREVIERILOR

AF	Autofinanțarea
AIC	Criteriul Akaike
ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară
ATS	Alternative Trading System/Sistem alternativ de tranzacționare
BER	Bursa Electronică Rasdaq
BVB	Bursa de Valori București
CA	Cifra de afaceri
CAF	Capacitatea de autofinanțare
CFROI	Cash-Flow Return on Investment/Rentabilitatea lichidă a investițiilor
CGC	Codul de Governanță Corporativă
CEE	Central and Eastern Europe/ Europa Centrală și de Est
CEESEG	Central and Eastern Europe Stock Exchange Group/Grupul Burselor de Valori din Europa Centrală și de Est
CLN	Capitalul de Lucru Net
CME	Chicago Mercantile Exchange/ Bursa de Mărfuri de la Chicago
CNMVM	Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
CVA	Cash Value Added/Valoarea lichidă adăugată
DIVY	Randamentul dividendelor
DPS	Dividend Per Share/Dividendul pe acțiune
EAI	Eficiența activelor imobilizate
EAC	Eficiența activelor circulante
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes/Profit înainte de dobânzi și impozite
ELF	Efectul de Levier Financiar
EKPR	Eficiența capitalului propriu
EPS	Earnings Per Share/Profitul net pe acțiune
ETF	Exchange Traded Fund/Fond de investiții tranzacționat la bursă
EVA	Economic Value Added/ Valoarea adăugată economică
FAI	Rata de finanțare a activelor imobilizate
FASB	Comisia Standardelor Financiar-Contabile
FRA	Forward Rate Agreement/Contract la termen ulterior
GAAP	Principiile de contabilitate general acceptate
GAI	Ponderele activelor imobilizate în totalul activelor
GAC	Ponderele activelor circulante în totalul activelor

IASB	Comisia Standardelor Internaționale de Contabilitate
IFRS	Standardele Internaționale de Raportare Financiară
IPO	Initial Public Offering/Ofertă publică inițială
iVUAN	Valoarea indicativă a activului net
LF	Levierul financiar
LNPBV	Coeficientul de capitalizare a activului net logaritmat
MVA	Market Value Added/Valoarea adăugată de piață
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
OMFP	Ordinul Ministrului Finanțelor Publice
OPCVM	Organisme de Plasament Colectiv în Valori Mobiliare
OTC	Over The Counter/Piața la ghișeu
OECD	Organizația de Cooperare și Dezvoltare Economică
PB	Profit brut
PBV	Coeficientul de capitalizare a activului net
PER	Coeficientul de capitalizare bursieră
RAR	Rata de acoperire a riscurilor
RCD	Raportul creanțe/datorii
RIG	Rata de îndatorare globală
RDT	Rotația datoriilor totale
ROA	Return on Assets/Rata rentabilității economice a activelor
ROCE	Return on Capital Employed/Rata rentabilității economice a capitalului angajat
ROE	Return on Equity/ Rata rentabilității financiare
RRCT	Rata rentabilității cheltuielilor totale
SG	Solvabilitatea generală
SP	Solvabilitatea patrimonială
TCR	Termenul de încasare a creanțelor
TSR	Total Shareholder Return/Rentabilitatea totală a acționarilor
VBM	Value Based Management/Management prin valoare
VUAN	Valoarea Unitară a Activului Net

CAPITOLUL I

VALENȚELE CONCEPTULUI DE PERFORMANȚĂ ȘI INSTRUMENTELE DE CUANTIFICARE A ACESTEIA LA NIVELUL ENTITĂȚII ECONOMICE

1.1. Delimitări conceptuale privind noțiunea de performanță și interdependențele acesteia cu rentabilitatea și profitabilitatea

La nivel generic, atunci când ne referim la performanță, indiferent de contextul utilizării termenului, aceasta este asociată aproape instantaneu la nivel subconștient cu un rezultat pozitiv al unei acțiuni sau cu o activitate soldată cu succes. În pofida conotației sale vădit pozitive, termenul de „performanță” cunoaște o multitudine de definiții și portretizări, depinzând inevitabil de domeniul și contextul în care este utilizat.

O consultare a Dicționarului Explicativ al Limbii Române ne relevă originea termenului ca provenind din limba franceză „performance”, respectiv, limba engleză „to perform” – a împlini și definește performanța drept „un rezultat deosebit de bun obținut de cineva într-o întrecere sportivă”, „realizare deosebită într-un domeniu de activitate” sau „cel mai bun rezultat obținut de un sistem tehnic, de o mașină sau aparat”. Modalitatea de expunere a performanței de către Dicționarul Explicativ al Limbii Române pune în evidență primele domenii în care termenul a fost utilizat, cele ale mecanicii și sportului. De-a lungul timpului, sensurile și aplicabilitatea conceptului de performanță au fost extinse și în alte domenii ale activității umane, ca expresie sintetică a obținerii unor rezultate foarte bune.

În fapt, noțiunea de performanță sau conceptul de a fi performant capătă însemnătate numai prin prisma comparației cu un etalon sau cu alți subiecți care derulează activitatea în cauză. Spre exemplu, referitor la performanța unei întreprinderi, rentabilitatea economică obținută este de 10%. Luată ca atare, valoarea nu poate indica dacă întreprinderea a obținut sau nu performanță. În acest sens, ea trebuie comparată fie cu media sectorului de activitate în care operează compania, fie cu valorile înregistrate de concurenți, fie cu nivelul obținut de întreprinderea în cauză în anii precedenți. Cu alte cuvinte, „același rezultat poate fi considerat o bună performanță dacă etalonul este modest sau o proastă performanță dacă etalonul este unul ambițios”¹.

Având în vedere aceste aspecte, putem defini *performanța ca fiind efectul superior al unui efort susținut, rezultat din comparația cu un etalon*

¹ Burlaud A., Eglem J.Y., Mykita P., *Dictionnaire de gestion: comptabilite, finance, controle*, Paris: Foucher, 1995.

referențial spațial sau temporal, fixat în concordanță cu specificul activității a cărei performanță este evaluată.

La nivelul entității economice, noțiunea de performanță privește o multitudine de forme de manifestare a progresului înregistrat de aceasta în urma desfășurării activității sale economice și financiare. În acest context, nu apare deloc surprinzător că literatura de specialitate nu oferă o viziune unitară asupra acestui concept, atribuindu-i fie o sferă de cuprindere generală, dificil de cuantificat, fie una particulară, grefată pe surprinderea doar a anumitor laturi ale sale. Astfel, M. Porter considera performanța întreprinderii ca funcție directă a evoluției competitorilor săi susținând că „baza fundamentală a unei performanțe peste medie pe termen lung este avantajul competitiv sustenabil”², avantaj manifestat, în principal, sub două forme: cost redus sau diferențiere.

Alți autori privesc performanța drept rezultanta unică a activității interne a întreprinderii, fără a o conecta cu mediul exterior, considerând că „principiile analizei performanței constau în măsurarea rezultatelor contabile și financiare, evaluarea nivelului și a volatilității lor”³. Practic, performanța este asimilată efectului combinat pe care o întreprindere îl obține ca urmare a eficientizării activității sale.

O viziune mai amplă asupra performanței este oferită de E. Helfert, în opinia căruia „când dorim să evaluăm performanța unei afaceri căutăm modalități prin care să măsurăm consecințele financiare și cele economice ale deciziilor manageriale istorice, referitoare la investiții, operațiuni și finanțare”⁴. Tot într-o abordare orientată strategic A. Bourguignon definește performanța ca fiind „realizarea obiectivelor organizaționale, indiferent de natura și varietatea lor”⁵.

În spiritul acestor viziuni putem considera *performanța drept expresie a plus valorii aduse de întreprindere ca efect al aplicării diferitelor strategii propuse la nivel organizațional, urmare a eficienței actului managerial și a satisfacerii așteptărilor tuturor partenerilor săi.*

Într-o altă conceptualizare, doi reputați autori, M. Niculescu și G. Lavalette conferă performanței valențele unui echilibru dintre eficiență și eficacitate, întrucât „performanța este o stare de competitivitate a întreprinderii, atinsă printr-un nivel de productivitate și eficacitate care-i

² Porter M., *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, New York: Free Press, 1985 p. 11.

³ Cohen E., *Gestion Financiere De L'Entreprise Et Developpement Financier*, EDICEF, 1991, p. 71.

⁴ Helfert E., *Tehnici de analiză financiară: ghid pentru crearea valorii*, Editura BMT, București, 2006, p. 111.

⁵ Bourguignon A., *Performance et controle de gestion in Encyclopedie de comptabilite, controle de gestion et audit*, Economica, Paris, 2000, p. 934.