

TEORIILE DETERMINANTE ALE STRUCTURII CAPITALULUI

*Evelina SCRIPLIUC**Catedra Finanțe și Bănci*

This paper is a review of the central theoretical literature. The most important arguments for what could determine capital structure is the pecking order theory and the static trade off theory. These two theories are reviewed, but neither of them provides a complete description of the situation and why some firms prefer equity and others debt under different circumstances. The capital structure and corporate finance literature is filled with different models, but few, if any give a complete picture.

Teoria referitor la structura financiară optimă rămâne una dintre principalele probleme nesoluționate ale managementului financiar actual. Structura financiară nu se referă doar la corelația dintre sursele proprii și cele împrumutate de finanțare, ci și la cota activelor ușor lichide în total active curente, la raportul dintre sursele împrumutate pe termen lung și cele pe termen scurt, la posibilitatea finanțării din granturi, la modalitățile de achitare a creditului, la tipul valutei în care se iau împrumuturile, la posibilitatea utilizării instrumentelor financiare hibride etc. Primii care au tratat această problemă au fost Merton Miller și Franco Modigliani, care în 1958 au presupus că, cel puțin teoretic, alegerea corelației dintre sursele proprii și cele împrumutate de finanțare (denumită structură financiară a firmei) nu are nici o influență asupra valorii firmei, în primul rând datorită faptului că riscul total al unei afaceri nu poate fi modificat prin divizarea acestuia pe tipurile de capital utilizat. În acest context, Miller glumea că situația este identică celei când într-un restaurant italian trebuie să alegi între o pizza tăiată în șase bucăți și aceeași pizza tăiată în opt bucăți. Astfel, estimarea companiilor va arăta că firmele ce se bazează pe autofinanțare sunt egale ca valoare cu cele îndatorate. Chiar dacă concluziile lui Modigliani și Miller (MM) nu sunt tocmai atractive, lucrarea acestora a reprezentat un aport considerabil în teoria managementului financiar. Pentru contribuția pe care au adus-o, Modigliani și Miller au devenit laureați ai Premiului Nobel în economie. Formulând clar ipotezele pieței de capital perfecte, Modigliani și Miller au evidențiat factorii (ipotezele) ce ajută la înțelegerea structurii financiare. Astfel, principalele caracteristici ale pieței de capital perfecte sunt:

- 1) nu există taxe;
- 2) nu există costuri de tranzacție și costuri excepționale;
- 3) obiectivele diferitelor persoane cu abilități de decizie sunt aceleași (maximizarea valorii);
- 4) informația completă și veridică este accesibilă tuturor;
- 5) toate companiile aparțin aceleiași clase de risc.

Dacă e să generalizăm teoria acestora într-o ecuație, aceasta va arăta în felul următor:

$$V_u = V_I = B + S,$$

unde: V_u – valoarea firmei neîndatorate, care este identică valorii unei firme cu datorii (V_I), care, la rândul său, este egală cu suma dintre datorii (B) și capital propriu (S).

Evoluția teoriei privind structura capitalului poate fi vizualizată drept o explorare a fiecărei din cele patru ipoteze. Spre exemplu, dacă vorbim despre prima presupunere cu privire la lipsa taxelor corporative (T), atunci prezența lor va duce la creșterea valorii firmelor îndatorate în felul următor:

$$V_I = V_u + TB$$

Acest model a devenit unul dintre cele mai populare în literatura de specialitate modernă și poartă denumirea de model al valorii prezente ajustate (Adjusted present value). Acesta presupune că valoarea firmei va crește odată cu creșterea capitalului împrumutat. Mulți autori, printre care Modigliani și Miller, au evidențiat absurditatea logică a acestei teorii.

În 1994, Hayne Leland, profesor la Universitatea California Berkley, a divizat această teorie în două direcții, ceea ce a corectat a doua și a treia ipoteză a MM. El evidențiază că modelul valorii prezente ajustate presupune că avantajul fiscal al îndatorării se va obține în mod cert. Însă, această presupunere nu mai este valabilă odată cu creșterea continuă a îndatorării. De asemenea, Leland susține că fluxul financiar operațional nu este independent față de nivelul îndatorării. Companiile suportă diverse costuri legate de stoparea sau diminuarea creșterii afacerii, odată cu sporirea gradului de îndatorare. Spre exemplu, angajații vor părăsi

întreprinderea, vor fi pierdute oportunitățile investiționale, se va diminua valoarea creditului comercial, ceea ce va genera micșorarea bunurilor și serviciilor produse. Teoria lui Leland are patru componente:

$$VI = Vu + TB - PV \text{ (avantaj fiscal pierdut)} - PV \text{ (diminuări ale afacerii)},$$

unde PV reprezintă valoarea prezentă. Tratarea propusă de către Leland este practic desăvârșită. Aceasta rezultă într-o structură financiară optimă, care pornește de la compromisul dintre valoarea prezentă a avantajului fiscal oferit de capitalul împrumutat (elementele doi și trei ale ecuației) și valoarea prezentă a costurilor legate de diminuarea afacerii. Una dintre cele mai avantajoase modalități de a implementa această teorie o constituie simularea Monte Carlo.

Economiști precum Stiglitz (1974) și Merton (1990) au eliminat ipoteza clasei de risc. Myers (1984) a menționat că eliminarea a câte una din aceste restrucții ajută la o mai bună înțelegere a structurii financiare. Într-o lume în care piața de capital nu este perfectă, modelele teoretice ale structurii capitalului consideră această categorie economică drept un atribut fie măsurabil, fie imposibil de măsurat al firmei. Teorema irelevanței enumeră condițiile în care structura capitalului unei firme este relevantă pentru valoarea totală a aceleiași firme. Viceversa acestei teoreme ne poate releva care sunt factorii ce ar putea influența structura financiară. Ipotezele care oferă drept rezultat irelevanța pot oferi relevanță în cazul negării acestora. Întrebarea este dacă pot fi totuși negate, și dacă da, în ce măsură? Pe lângă ipoteza irelevanței Modigliani și Miller, există și alte teorii relevante pentru structura capitalului. Acestea sunt ipoteza substituției activului, ipoteza subinvestirii (renunțarea la un proiect investițional cu o valoare netă pozitivă în prezent), ipoteza fluxului de numerar liber, ipoteza de semnalare și argumentele pieței de produse etc.

Toate teoriile referitor la structura capitalului se împart în două mari categorii: *statice* și *dinamice* (Fig.1).

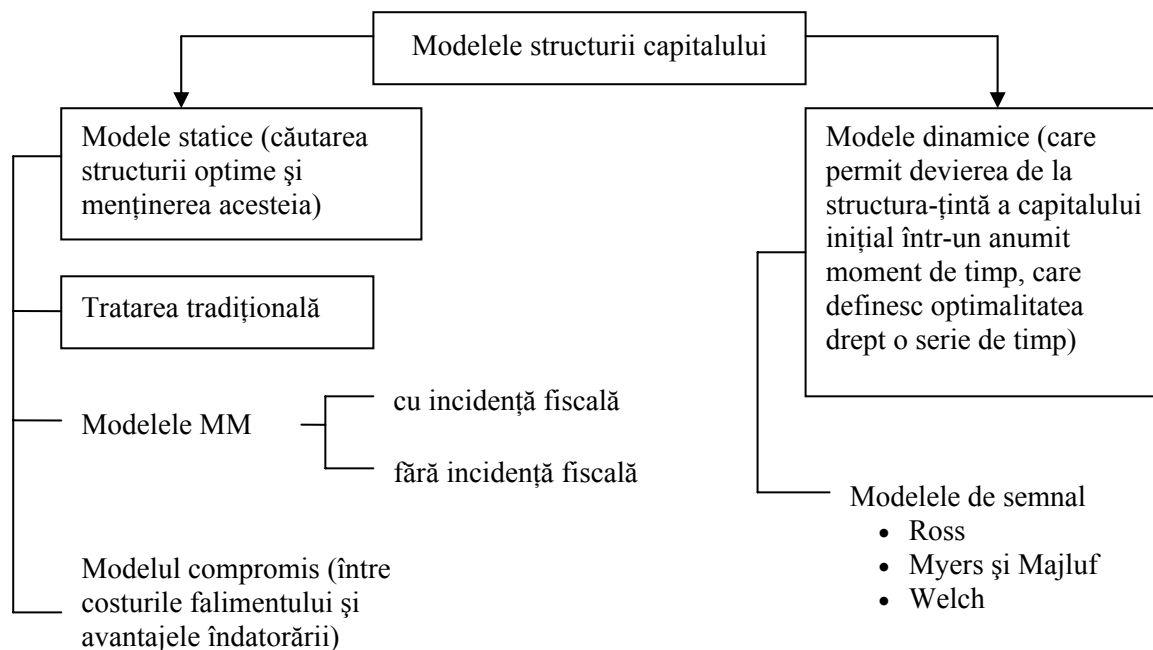


Fig.1. Fundamentarea structurii capitalului cu ajutorul diferitelor metode.

Sursa: В.В. Бочаров. Корпоративные финансы. Ключевые вопросы. - Санкт-Петербург, 2001.

Cele mai renumite și pe larg utilizate în practica mondială sunt *modelele statice* ale structurii capitalului. Ele justifică existența unei structuri optime, care maximizează evaluarea curentă și care recomandă luarea deciziilor referitor la alegerea surselor de finanțare (proprii și împrumutate), ținându-se cont de structura optimă a capitalului. Dacă structura optimă a fost determinată, atingerea corelației dintre diferitele elemente ale capitalului trebuie să fie scopul principal al managementului, iar majorarea capitalului trebuie efectuată în aceeași proporție. În abordarea statică există două teorii alternative ale structurii capitalului, care explică influența atragerii capitalului împrumutat asupra valorii capitalului utilizat și, respectiv, asupra valorii curente de piață a activelor companiei (V): teoria tradițională și teoria Modigliani – Miller. În prezent, se bucură de o mai mare popularitate teoria de compromis a structurii capitalului (structura optimă se determină,

după cum s-a menționat anterior, ca un compromis între avantajele fiscale ferite de atragerea capitalului împrumutat și costurile insolvențabilității), care nu permite companiei să determine cea mai avantajoasă corelație dintre capitalul propriu și cel împrumutat, dar formulează recomandări generale pentru luarea deciziilor. Aceste recomandări sunt:

1. Cu cât mai înalt este riscul rezultatelor obținute în cazul luării deciziilor financiare (valorile înalte ale dispersiei profitului și rentabilității), cu atât mai mică trebuie să fie importanța levierului financiar. Pentru o companie cu un nivel înalt de incertitudine a cererii, respectiv cu o mare variație a profitului, probabilitatea insuficienței resurselor financiare este mai înaltă la orice nivel al levierului financiar comparativ cu firmele ce au un nivel scăzut al riscului. Companiile cu un risc operațional scăzut pot atrage volume mai mari de surse împrumutate, atâta timp cât cheltuielile de faliment previzionate nu vor acoperi avantajele fiscale ale atragerii capitalului împrumutat.
2. Dacă în structura activelor prevalează cota activelor materiale, astfel de companii pot avea un nivel al levierului financiar mai înalt, comparativ cu firmele unde o mare parte din active este formată din activele nemateriale. Aceasta se explică prin faptul că amenințarea falimentului influențează diferit evaluarea de piață a activelor materiale și nemateriale. În cazul amenințării insolvențabilității, estimarea activelor materiale o constituie valoarea lor de lichidare prin vânzarea pe piață (integral sau parțial), care arareori coboară până la zero. Pentru un șir de active nemateriale, amenințarea insolvențabilității diminuează practic până la zero valoarea lor de lichidare.
3. Pentru companiile care beneficiază de facilități privind achitarea impozitului pe venit, structura-țintă a capitalului nu este importantă. Pentru companiile care achită impozitul pe venit, trebuie formată structura-țintă a capitalului, iar majorarea capitalului trebuie efectuată în conformitate cu aceasta. Cu cât mai mare este procentul impozitului pe venit, cu atât mai mare va fi avantajul obținut de către companie de la finanțarea prin împrumut (cu condiția că întreaga sumă a plății dobânzii se va deduce din profitul până la impozitare). Levierul financiar trebuie majorat atâta timp, cât cheltuielile de insolvențabilitate și cheltuielile necesare atragerii capitalului împrumutat suplimentar nu vor acoperi avantajele fiscale.

Modelele structurii capitalului, precum cel al valorii adăugate, au fost pe larg folosite în literatura de specialitate. Această abordare a fost folosită de către Lewellen și Mauer (1988), Kraus și Litzenberger (1973), Stiglitz (1969) și Hirshleifer (1966). Una dintre cele mai renumite teorii referitor la structura capitalului este **teoria de compromis (trade-off theory)**.

Frecvent, în literatura de specialitate se susține că anume datorii au rolul principal în finanțarea companiilor. Astfel, Jensen (1986) susține că împrumutul reprezintă o modalitate eficientă de a reduce costurile de agent asociate acțiunilor. Kraus și Litzenberger menționează că, datorită avantajului fiscal al împrumutului, structura financiară optimă va include neapărat finanțarea prin împrumut. Ross (1977), Leland și Pyle (1977) susțin că împrumutul poate servi drept instrument de măsurare a valorii firmei. Principalele trei ipoteze, care sunt utilizate în scopul explicării diferențelor în structura financiară a companiilor, sunt: ipoteza costului de tranzacție, ipoteza informației asimetrice, ipoteza fiscală. Conform accepțiunilor lui Harris și Raviv (1991), levierul crește odată cu activele imobilizate, avantajele fiscale nelegate de împrumut, oportunitățile de investire, mărimea firmei și scade odată cu volatilitatea, cheltuielile de publicitate, probabilitatea falimentului, rentabilitatea și caracterul unic al produsului.

Această teorie susține că rata optimă de împrumut a firmei este determinată ca un compromis dintre pierderile și câștigurile generate de împrumut, deținerea activelor firmei și planurile de investiții constante. Firma înlocuiește împrumutul prin acțiuni, sau acțiunile prin împrumut, până când valoarea firmei este maximizată. Câștigul generat de împrumut este, în primul rând, efectul scutului fiscal, care apare atunci când rata dobânzii se deduce din profitul impozabil, diminuându-l. Costurile generate de împrumut sunt, în mare parte, costurile directe sau indirecte ale insolvențabilității. Teoria de compromis statică, originală, este, de fapt, o subordonantă a teoriei generale a structurii capitalului, deoarece în cadrul acesteia sunt inversate doar două ipoteze: ipoteza nestimulării fiscale și ipoteza lipsei costurilor de insolvențabilitate. În teoria generală de compromis sunt utilizate mai multe argumente pentru a explica de ce anume firmele trebuie să-și structureze capitalul în dependență de un anumit obiectiv. De asemenea, levierul depinde de restricțiile conținute în contractele de creditare, de posibilitățile de preluare prin absorbție și de reputația managerilor. O corelație negativă între împrumut și costuri de monitorizare este oferită de către Harris și Raviv (1990). Diamond (1989) sugerează că firmele cu o istorie de creditare îndelungată vor avea o probabilitate a falimentului scăzută și, implicit, costuri de agent

mai mici decât firmele nou-fondate. Un factor comun pentru toate aceste caracteristici ale firmelor este că acestea sunt instrumente menite să măsoare o anumită formă a costurilor legate de o problemă de agent. Pot exista simultan mai multe probleme de agent între diferite clase ale valorilor mobiliare în cadrul firmei, sau între acționarii și managerii firmei. Această multitudine de probleme poate ușor să inducă în eroare analistul și să ofere un caracter de neînțeles domeniului finanțelor corporative. Elaborarea unei teorii pozitive a finanțării prin îndatorare se bazează pe argumentarea avantajelor și dezavantajelor îndatorării. În primul rând, îndatorarea este un factor al structurii de proprietate, care disciplinează managerii. Limitarea controlului unor agenți, care controlează acțiunile simple, în timp ce restul capitalului se majorează prin vânzarea de obligațiuni, poate reduce costurile de agent ale managementului. În al doilea rând, îndatorarea este un dispozitiv util de semnalare, folosit pentru informarea investitorilor referitor la gradul de excelență al firmei. În al treilea rând, îndatorarea poate reduce consumul excesiv al bacșișurilor, deoarece creditorii cer plăți anuale ale datoriei restante. Îndatorarea are și dezavantajele sale. În primul rând, aceasta este problema costurilor de agent ale îndatorării care includ substituirea riscului și subinvestirea. În al doilea rând, îndatorarea sporește probabilitatea falimentului, prin majorarea riscului financiar al firmei.

Modelele dinamice țin cont de fluxul informațional continuu pe care îl primește piața cu privire la compania dată. Se cercetează un număr mai mare de instrumente de luare a deciziei. În baza informației disponibile, managerii stabilesc structura-țintă a capitalului, care poate să nu maximizeze estimarea de piață a companiei. Mai mult ca atât, gestiunea surselor de finanțare nu se reduce la stabilirea structurii-țintă a capitalului, deoarece include alegerea dintre sursele curente și cele pe termen lung și gestiunea surselor proprii (luarea deciziilor referitor la structura capitalului propriu).

Teoria structurii capitalului rezultă din afirmația că valoarea companiei V (estimarea întregului patrimoniu și a întregului capital) se formează prin însumarea prețului curent de piață a capitalului propriu S (estimarea curentă a valorii prezente a fluxurilor bănești viitoare ale posesorilor capitalului propriu) la prețul curent de piață al capitalului împrumutat D (valoarea prezentă a fluxurilor pozitive ale posesorilor capitalului împrumutat): $V = S + D$.

Coefficientul îndatorării la termen se poate determina:

- ca pondere a capitalului împrumutat în valoarea totală a capitalului companiei conform estimării de piață D/V ;
- sub formă de corelație dintre capitalul propriu și cel împrumutat la valoarea de piață D/S .

Deoarece estimările bilanțiere ale capitalului acționar deseori nu reflectă valoarea reală a capitalului, utilizarea acestora în scopul luării deciziilor referitor la structura capitalului nu este corectă.

Principala alternativă a teoriei de compromis o constituie **teoria alegerii succesivii** (*the pecking order theory*). În conformitate cu această teorie, firmele vor prefera finanțarea internă celei externe și obligațiunile acțiunilor, în caz dacă acestea emit acțiuni. În teoria pură a alegerii succesive, firmele nu au un raport datorie-valoare bine definit. Există o diferențiere dintre capitalul intern și cel extern. Mai mulți autori au efectuat cercetări în explicarea factorilor îndatorării. Ideile economiștilor Ross (1977), Leland și Pyle (1977), Myers și Majluf (1984) sunt deseori citate în această ramură a literaturii.

Myers și Majluf (1984) descriu preferința astfel: firmele preferă finanțarea internă, având ca scop final creșterea dividendelor acționarilor deja existenți, apoi se trece la emisiunea de obligațiuni, în caz dacă prima sursă este insuficientă, și doar în ultimul rând se recurge la noi emisiuni de acțiuni. Modelul elaborat de Myers și Majluf este cel mai renumit model al teoriei de semnalizare, bazându-se pe asimetria informației și descriind semnalele pieței financiare. În modelul Myers – Majluf se presupune că managerii activează în interesele acționarilor existenți. Modelul arată că dacă investitorii de pe piață dispun de informații greșite referitor la valoarea companiei, atunci finanțarea proiectelor investiționale avantajoase prin intermediul emisiunii de acțiuni va face aceste proiecte dezavantajoase pentru acționarii existenți. Alte surse de finanțare, prețul cărora este mai puțin influențat de informația veridică despre companie (spre exemplu, obligațiunile) vor permite adoptarea deciziilor pozitive referitor la proiectul investițional. Astfel, modelul semnalează că doar firmele cu profituri mici emit acțiuni. Astfel, investitorii raționali vor înțelege aceasta și vor cere o reducere din oferta publică inițial. Această reducere reprezintă costul de colectare a capitalului, cost care va trebui suportat de către acționarii existenți. Îndatorarea, în schimb, semnalează pieței de capital că firma emitentă de obligațiuni prezintă o performanță avansată.

Astfel, dacă compania prezintă un potențial de creștere a prețului acțiunilor, atunci pentru maximizarea valorii capitalului nu este recomandabilă utilizarea capitalului propriu extern sau atras (majorarea numărului de acțiuni). În cazul în care lipsește perspectiva de creștere, anume emisiunea suplimentară de acțiuni va maximiza valoarea capitalului. O atare variantă de finanțare a proiectului va fi cea mai rațională. Investitorul, care nu dispune de informație veridică referitor la perspectivele companiei, trebuie să țină cont de strategiile optime de atragere a capitalului. Anunțarea emisiunii suplimentare este privită de către investitor ca un semnal: dacă compania anunță o emisiune suplimentară, aceasta înseamnă că managementul firmei consideră valoarea de piață artificial mărită, deci aprecierea firmei de către investitor va scădea. Aceasta se referă îndeosebi la companiile mari, cu renume și cu un istoric lung pe piață, care au posibilități alternative foarte mari de a atrage capital împrumutat. Modelul arată cauza care duce la diminuarea prețului acțiunilor după momentul anunțării unei emisiuni suplimentare, și anume: scăderea aprecierii companiei de către investitori.

Sinteza teoriilor de semnal este prezentată în Tabelul ce urmează.

Tabel

Teoria și practica semnalelor de piață

<i>Teorii</i>	<i>Semnalele pozitive și negative pe piață</i>
<i>Modelul Ross (1977)</i> Alegerea structurii capitalului arată cum estimează managerii posibilitățile viitoare ale companiei. Creșterea îndatorării vorbește despre capacitatea firmei de a achita plata dobânzii și deținerea de către firmă a unui profit operațional (EBIT) suficient pentru a beneficia de avantajul fiscal.	Creșterea levierului financiar este privită de piață ca un semnal pozitiv; reacția prețului acțiunilor este pozitivă.
<i>Modelul Myers și Majluf (1984)</i> Structura capitalului este determinată de necesitatea finanțării proiectelor noi. Managerii protejează acționarii existenți, deci nu vor emite acțiuni subestimate. Ca rezultat, este posibilă renunțarea la unele proiecte eficiente sau alegerea unei valori înalte a levierului financiar.	Vânzarea acțiunilor pe piață deschisă este privită ca un semnal negativ, iar prețul de piață al acțiunilor scade. Răscumpărarea acțiunilor duce la creșterea prețului acestora.
<i>Modelul Miller și Rock (1985)</i> Plățile sub orice formă (dividende, răscumpărarea acțiunilor, achitarea datoriilor) către posesorii de capital arată că firma este capabilă să genereze fluxuri financiare considerabile.	Anunțarea achitării dividendelor sporite, răscumpărarea acțiunilor, achitarea datoriilor sunt privite ca informație pozitivă și prețul acțiunilor crește; emisiunea de acțiuni și obligațiuni sunt considerate semnale negative.
<i>Modelul Rock (1986)</i> Valoarea subestimării în cazul primei plasări este un semnal pentru investitorii pieței. Companiile de perspectivă dau un semnal, care este inaccesibil companiilor fără perspectivă din cauza prețului scump al acestuia. Dacă emisiunea primară este considerabil subestimată (politica de dumping), atunci probabilitatea ieșirii de pe piață a companiilor mai slabe este înaltă, din cauza cheltuielilor directe și indirecte de plasare foarte înalte.	Plasarea primară a acțiunilor nu acoperă integral necesitățile în finanțare. Emisiunea primară este doar un semnal al perspectivelor mari ale proiectului, restul resurselor financiare se colectează din emisiuni suplimentare.

Sursa: В.В. Бочаров. Корпоративные финансы. Ключевые вопросы. - Санкт-Петербург, 2001.

În **concluzie**, putem menționa că, deși s-a ajuns de-a lungul timpului la o mai bună înțelegere a factorilor în baza cărora firmele își aleg structura capitalului, există încă probleme nerezolvate. În primul rând, nu există un model actual care să pună toate piesele teoriilor într-un singur model care ar putea fi potrivit pentru prezentare publicului larg. Astfel, viitorii manageri financiari, atunci când intră pe piața locurilor de muncă, nu

au nici un model cuprinzător pentru a-și corela deciziile legate de structura capitalului. În al doilea rând, dovezile empirice sunt amestecate și nu indică un model unic în calitate de explicație bazată pe practică. În același timp, toată lumea înțelege că împrumuturile exagerate nu sunt indicate pentru stabilitatea financiară a firmei, iar neapelarea la împrumuturi reprezintă o pierdere a capitalului prețios. De aproape jumătate de secol, comunitatea academică încearcă să soluționeze această problemă, din momentul în care Miller și Modigliani (1958) au constatat că, în esență, structura capitalului este un compromis între multe interese și că uneori se va prefera emisiunea de obligațiuni, iar alteori – de acțiuni. Considerăm că rădăcina problemei este exact „multitudinea de interese”. Structura capitalului fiind o imagine în oglindă a părții reale a bilanțului, este o categorie prea complexă pentru a se încadra într-un singur model. Academicienii nu au încercat să elaboreze un model unic al modului în care firmele ar trebui să investească sau să funcționeze, realizând că mediul extern și circumstanțele în care activează firma sunt infinite. În schimb, avem mai multe modele parțiale pentru modul în care firmele ar trebui să funcționeze și să investească, ținându-se cont de mediu și de împrejurările specifice. Acest lucru este valabil și pentru aspectul financiar. Modelele de succes elaborate, precum și cele care urmează a fi elaborate, se potrivesc unui singur tip, bine definit de firmă, alte tipuri de companii având nevoie de alte abordări.

Bibliografie:

1. Harris M. and Raviv A. The Theory of Capital Structure // Journal of Finance, XLVI, 1991.
2. Leland Hayne and Pyle David. Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation // Journal of Finance, XXXII, 1977.
3. Miller Merton. The Modigliani-Miller propositions after thirty years // Journal of Economic Perspectives, 1988.
4. Miller Merton and Modigliani Franco. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review, 1958.
5. Myers Stewart C. and Majluf N.S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have // Journal of Financial Economics, 1984.

Prezentat la 30.03.2010