

COSTUL SURSELOR DE FINANȚARE ȘI STRUCTURA OPTIMĂ A CAPITALULUI ÎNTREPRINDERII – NOȚIUNI TEORETICE

Viorica ATAMAN

Catedra Finanțe și Bănci

Because the relationship between capital structure and firm value has been the subject of considerable debate, the thesis analyses the concept of optimal capital structure – the capital structure that minimizes the firm's cost of capital and thereby maximizes the value of the firm.

Also the material examines the few theorems in corporate finance.

Numeroase strategii corporative vizează resursele financiare ale organizației: investițiile actuale în activitățile organizației vor fi recompensate mai târziu prin profituri și alte beneficii.

Încercăm inițial să enumerăm câteva din sursele de finanțare a capitalului întreprinderii, ca mai apoi să abordăm unele teorii legate de structura optimă a capitalului.

Deci, diferitele modalități de finanțare a activelor întreprinderii se referă la:

1. Capitalurile proprii

✓ **aport de capital al acționarilor**, prin emiterea și cumpărarea acestora de acțiuni. Emisiunea de acțiuni este denumită deseori și metoda de atragere a fondurilor prin capital social, deoarece ea ține de capitalul „social” sau acționar al companiei. Deseori este posibil de a solicita fonduri suplimentare de la acționarii existenți printr-o *emisiune de drepturi*. Cu alte cuvinte, acționarilor actuali li se acordă dreptul de a cumpăra acțiuni noi proporțional cu drepturile de vot pe care aceștia le dețin în companie. Avantajele acestei metode se fac vădite în cazul când compania are nevoie de o tranșă mare de capital și, spre deosebire de împrumutul bancar, dividendele le va achita doar în situația când compania va genera profit;

✓ **autofinanțarea** – e modalitatea de reinvestire a profitului, desigur, dacă nu intrăm în conflict de interese între manageri și acționari.

2. Capitalurile împrumutate:

✓ împrumuturile bancare obișnuite;

✓ împrumuturile obligatorii divizibile la mulțimea de investitori financiari care vor cumpăra obligațiuni emise de întreprindere.

✓ leasingul – această modalitate de finanțare presupune cumpărarea activului de către o companie independentă și apoi închirierea acestuia organizației care dorește să-l folosească în schimbul unor plăți constante. Astfel, compania de leasing este proprietara activului și îl poate cere înapoi dacă plățile nu sunt efectuate în termen.

Structura capitalului întreprinderii este suma ponderilor de participare a acestor surse de finanțare la constituirea capitalurilor investite în întreprindere.

Totuși, scopul general al analizei capitalului este de a atinge un echilibru optim între capitalul social și cel împrumutat.

Evident, fiecare organizație prezintă o combinație unică de factori ce trebuie luați în considerare.

Factorii care trebuie luați în calcul sunt:

- riscul pe care îl prezintă strategiile viitoare ale organizației;
- atitudinea companiei față de risc;
- riscul caracteristic ramurii;
- costul și structura capitalului concurenților;
- posibilele evoluții ale ratelor dobânzii și factorii ce le influențează, cum ar fi performanțele economice naționale.

Unii din acești factori nu pot fi cuantificați ușor, dar vor exercita o influență majoră asupra alegerii finale a modalităților de finanțare. După ce vor fi luate în calcul aceste elemente se poate căuta răspuns la întrebările:

- Poate organizația să aleagă fonduri adiționale?
- Dacă da, din ce surse și la ce cost?

- Care e costul fondurilor atrase comparativ cu capitalurile existente.

- Care sunt riscurile legate de utilizarea noilor surse de finanțare?

Cunoașterea costului resurselor financiare este importantă cel puțin din două motive:

✓ Toate părțile interesate trebuie să asigure că eforturile lor merită să fie depuse. Adică, profitul obținut din această investiție va fi mai mare comparativ cu situația dacă vor fi plasate într-un fond cu risc mai redus.

✓ De fapt, costul resurselor financiare este punctul de plecare al analizei strategiilor noi.

Dacă rentabilitatea noului proiect nu acoperă costul resurselor financiare, evident că acest proiect nu mai poate fi pus în aplicare.

În continuare vom prezenta pe scurt calculul costului capitalului propriu și împrumutat, ca mai apoi să trecem la diferitele teorii existente în știința financiară referitor la structura optimă a capitalului.

Costul oricărui tip de finanțare (indiferent că este vorba de credit simplu sau de leasing sau factoring) se estimează în acest caz prin intermediul a doi indicatori de bază:

1) *Valoarea actualizată netă (VAN)*, care reprezintă diferența netă dintre creditul inițial și suma actualizată a plăților efectuate până la scadență în contul aceluși credit sau acelei emisiuni de obligațiuni.

$$VAN_{credit} = C_0 - \sum_{i=1}^n \frac{D_i + R_i}{(1+k)^n},$$

unde: C – creditul inițial, D – dobânzile plătite, R – capitalul rambursat,
k – rata de actualizare.

2) *Rata internă de rentabilitate (RIR)*, calculată ca soluție a ecuației $VAN = 0$. Determinarea acestei rate se poate face prin încercări multiple sau prin rezolvarea directă a ecuației de anulare a valorii actualizate nete.

$$RIR = k^* \Leftrightarrow VAN_{credit} = C_0 - \sum_{i=1}^n \frac{D_i + R_i}{(1+k^*)^n} = 0,$$

unde: C – creditul inițial, D – dobânzile plătite, R – capitalul rambursat,
k – rata de actualizare.

Cea mai bună măsură a costului capitalului în finanțare este rata internă de rentabilitate. Cu toate acestea, alegerea unei sau altei variante de finanțare trebuie să se bazeze pe ambele criterii de selecție (însă, în analize și calcule va fi utilizată rata internă de rentabilitate). Conform acestor criterii de selecție, avem următoarele situații decizionale (în funcție de fluxul financiar analizat și de poziția în finanțare:

Poziția în finanțare	Credit	Poziția în finanțare	Investiție
Debitor	VAN cel mai mare RIR cel mai mic	Beneficiar	VAN cel mai mare RIR cel mai mic
Creditor	VAN cel mai mare RIR cel mai mare VAN pozitiv	Investitor	VAN cel mai mare RIR cel mai mare VAN pozitiv

Am vorbit despre costul capitalului împrumutat. Trebuie de amintit că și capitalul propriu are un cost, și anume: se referă la cerința acționarilor de a fi remunerați în mod normal atât pentru riscul de afacere al firmei, cât și pentru riscul financiar.

Costul capitalurilor proprii este favorizat de economiile fiscale ale deducerii dobânzilor din profitul impozabil. Costul capitalului propriu reprezintă, de fapt, rata **rentabilității** cerută de acționarii întreprinderii, care să remunereze investiția lor în firma respectivă. Semnificative în acest sens sunt mărimea profitului viitor și hotărârile adunării generale a acționarilor cu privire la proporția distribuirii profitului net pentru dividende. Rata **rentabilității** cerută de acționari este un cost de oportunitate fundamentat pe rentabilitatea așteptată de investitori pentru investiții cu același risc. În absența unor operațiuni, cum ar fi răscumpărarea acțiunilor, vânzarea acțiunilor deținute, achiziții sau lichidare voluntară, acționarii vor obține câștiguri numai din dividende.

Revenind la structura optimă a capitalului în finanțe, menționăm că au fost dezvoltate o serie de teorii de la cele mai simple, clasice, enunțate de Modigliane și M. Miller, până la teoriile cele mai recente în finanțe, cum sunt teoriile de agent, teoria semnalului.

Deci, cu referire la teoriile clasice privind structura optimă a capitalului putem menționa:

1. Teoria irelevanței structurii financiare

Teoria structurii capitalului a luat naștere odată cu articolul lui Modigliani și Miller „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”¹, publicat în 1958, în care se demonstrează că valoarea de piață a unei firme este independentă de structura capitalului, în anumite ipoteze fiind determinată numai de nivelul și riscul cash-flow-urilor viitoare:

$$VL = VU,$$

unde: VL – valoarea firmei ce se finanțează numai din capitaluri proprii;

VU – valoarea firmei ce se finanțează din capitaluri proprii și împrumutate.

2. Teoria structurii capitalului în cazul prezenței fiscalității

Această teorie la fel a fost dezvoltată de Modigliani și Miller, dar ei au luat în calcul și efectul diferitelor tipuri de impozite asupra datoriilor și capitalurilor proprii, comparând valoarea unei firme neîndatorate cu valoarea unei firme din aceeași clasă de risc, dar care are în componența capitalurilor permanente și datorii. Conform acestei teorii, valoarea întreprinderii crește prin îndatorare; datorită deductibilității dobânzilor, se realizează o economie de impozit egală cu $Cpr \times Dob$. Unde Cpr – cota pe impozit, Dob – dobânda aferentă datoriilor financiare(Dat).

$$Vd = Vnd + Cpr \times Dat,$$

unde Vd – valoarea firmei îndatorate;

Vnd – valoarea firmei neîndatorate.

3. Teoria structurii capitalului în cazul costurilor de faliment

Conform datelor expuse anterior, firmele vor prefera finanțarea prin datorii pentru a beneficia de avantajele fiscale obținute prin deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile. Însă, creșterea datoriilor duce la creșterea probabilității de a falimenta.

Creșterea ratei de îndatorare poate fi considerată ca un semnal negativ atât de creditorii, care vor solicita o primă de risc de insolvabilitate, cât și de partenerii de lucru, ce se va răsfrânge asupra activității firmei.

Firma nu va mai putea atrage parteneri pentru realizarea de proiecte comune de dezvoltare din moment ce scade valoarea activelor. Așadar, toate acestea sunt niște costuri indirecte ale falimentului.

Valoarea întreprinderii îndatorate crește cu valoarea prezentă a economiilor fiscale și scade cu valoarea prezentă a costurilor de faliment.

La teoriile recente privind structura capitalului putem menționa:

1. Teoria de agent

Această teorie a fost elaborată de Jensen și Meckling, pornind însă de la lucrările anterioare ale lui Fama și Miller.

Această teorie identifică două conflicte, și anume: între Acționari și Manageri și între Acționari și Creditori. Deoarece spațiul nu ne permite să desfășurăm conținutul acestor teorii, ne vom limita doar la concluziile care au fost generate ca urmare a studiilor asupra teoriei de agent.

Deci, acest model arată că levierul este direct proporțional cu:

- valoarea firmei;
- probabilitatea de a intra în incapacitate de plată;
- gradul de reglementare a activității economice;
- lichiditatea firmei;
- valoarea de lichidare;
- probabilitatea ca firma să fie preluată;
- importanța reputației manageriale;
- dobânda.

2. Teoria structurii capitalului în cazul asimetriei de informații

Asimetria de informații se referă la investitorii externi care nu au totală informație vizând fluxurile financiare și oportunitățile de investiții. Deci, la un levier mare potențialii investitori percep compania ca fiind una solidă care își poate permite o rată mare a îndatorării.

Studii în această direcție au întreprins, în special, Myers și Majluf.

În condițiile asimetriei de informații apare o anumită ierarhizare privind sursele de finanțare, și anume: inițial se va merge pe sursele interne, apoi pe datoriile nerisicante, ca mai apoi să se apeleze la emisiunea de

acțiuni. Această ierarhie reflectă costul relativ al diferitelor surse de finanțare, iar teoria poartă numele de „pecking order”.

3. Teoriile structurii capitalului în modele bazate pe produs

Aceste teorii sunt relativ noi și, în special, se referă la interacțiunea relațiilor dintre structura capitalului firmei și strategia sa când concurează pe piața produselor.

Deși aceste teorii sunt în faza incipientă, cert este că variabilele strategice considerate sunt prețul produsului și cantitatea. Aceste modele au demonstrat că firmele oligopoliste tind să aibă datorii mai mari decât companiile monopoliste sau cele aflate în economii concurențiale, iar datoria tinde să fie pe termen lung.

Este de subliniat că firmele care produc bunuri de lux au, de obicei, datorii mici, iar companiile mari cu sindicate puternice au, de obicei, datorii mari. Recomandabil ar fi să se aleagă și alte variabile asupra structurii capitalului în afară de preț și cantitate, cum ar fi advertisingul, remunerarea personalului, locația companiei.

În concluzie menționăm că problema alegerii optime a structurii capitalului este una de importanță majoră în managementul financiar al companiei. Ținând cont de faptul că în momentul de față în Republica Moldova avem o creștere a ofertelor doar pe piața monetară, ceea ce pune managerii locali în situația unei alegeri limitate, recomandabil ar fi de a eficientiza piața capitalurilor, de a stabili o transparență și o accesibilitate a companiilor și la alte surse de finanțare decât cele tradiționale, ceea ce ar permite dezvoltarea companiilor locale din punct de vedere concurențial, iar din punct de vedere financiar li s-ar mări portofoliul surselor de finanțare, care, respectiv, va duce la atingerea unui levier optim.

Bibliografie:

1. Stancu I. Finante. Ediția a 3-a. - București: Editura Economică, 2002.
2. Lynch Richard. Strategia corporativă. - Chișinău: ARC, 2002.
3. Block Stanley, Hirt Geoffrey. Foundations of Financial Management. Ediția a 12-a. McGraw-Hill, 2008.

Prezentat la 27.10.2008