

## MUTAȚII RECENTE ÎN STRUCTURA FINANȚĂRII ÎNTREPRINDERII ȘI IMPACTUL LOR ASUPRA RISCURILOR

*Mihaela Brîndușa TUDOSE*

*Conferențiar universitar, Universitatea „Gh. Zane” din Iași*

*Amid the transformations that have marked the economic and social life, we are witnessing a reorientation of the research on corporate financing. The old challenge (the ratio of debt in the firm's overall financing) has been abandoned in favour of a new challenge: financial fragility and vulnerability to crises. Study suggests that the present economic and financial system needs a more prudent financing approach, that should support a more stable and sustainable growth rate; this ideal only becomes achievable in the context of the redefinition of firms' financing policies, which must be predominantly focused on the use of own internal and external funds.*

*Rezumat. În contextul transformărilor care au marcat viața economică și socială, asistăm la o reorientare a cercetărilor privind finanțarea întreprinderii. Vechea provocare (pondera îndatorării în finanțarea de ansamblu a întreprinderii) este abandonată, făcând loc unei noi provocări: fragilitatea financiară și vulnerabilitatea la crize. Studiul sugerează că sistemul economic și financiar actual are nevoie de un mod de finanțare mai prudent, care să susțină o rată de creștere mai stabilă și mai durabilă; acest deziderat devine realizabil doar în contextul redefinirii politicilor de finanțare a firmelor, care trebuie să fie centrate, cu precădere, pe utilizarea fondurilor proprii interne și externe.*

### **Evoluția teoriilor privind finanțarea întreprinderii**

Pe parcursul ultimelor cinci decenii (1958-2001) s-au formulat diferite teorii cu privire la impactul pe care îl are îndatorarea asupra valorii și performanței firmei. Admițând existența unor coordonate comune, cercetările au fost grupate astfel:

- teoria neutralității structurii financiare (lansată în anul 1958), a căror promotori au fost F. Modigliani și M. Miller; conform aprecierilor acestora, raportul datoriei/fonduri proprii nu are nici un impact asupra valorii globale a firmei iar costul mediu ponderat al capitalului nu este influențat de gradul de îndatorare; deși valabilitatea afirmațiilor s-a probat doar în contextul unor ipoteze prestabilite ce caracterizează o situație ideală, acestea au reprezentat punctul de plecare în fundamentarea finanțelor moderne;

- teoria arbitrajului („trade-off theory”), conturată în anii '60-'70, s-a centrat pe analiza beneficiilor și costurilor ce decurg din îndatorare, având ca idee de bază faptul că întreprinderile își stabilesc o rată țintă de îndatorare pe care se angajează să o atingă; obiectivul vizat a fost studierea modului în care întreprinderile reușesc să echilibreze costurile de faliment cu avantajele fiscale ce decurg din îndatorare;

- teoria de agent („agency theory”) s-a conturat la mijlocul anilor '70, când cercetările s-au orientat spre costurile de agenție, vizate fiind două categorii de conflicte de interese: dintre manageri și acționari, pe de o parte, și dintre creditori și acționari, pe de altă parte; teoria stipulează că managerii – ca agenți ai acționarilor – sunt nevoiți să acționeze în interesul acestora; realitatea a relevat că managerii nu acționează întotdeauna în interesul acționarilor, ci urmăresc o serie de beneficii private (salarii mai mari, câștiguri suplimentare, siguranța locului de muncă și uneori atragerea de active sau cash-flow-uri); deși acționarii pot descuraja asemenea transferuri de valoare (prin mecanisme de supervizare, monitorizare și control), cercetările ulterioare au arătat că monitorizarea perfectă a managerilor rămâne un deziderat irealizabil;

- teoria ierarhizării surselor de finanțare („pecking order theory”) s-a conturat în

prima parte a anilor '80, când cercetările s-au orientat către asimetria informațiilor în rândul investitorilor și întreprinderilor, astfel, s-a admis faptul că există o preferință a firmelor de a finanța noile proiecte în special prin autofinanțare, apoi prin îndatorare și apoi prin emisiune de acțiuni (ceea ce s-a numit „preferința în ordinea finanțării în condițiile informației asimetrice”);

- teoriile privind corelația dintre structura capitalului întreprinderilor și piața factorilor de producție („capital structure and factor-product markets”) s-a conturat în a doua parte a anilor '80, context în care structura finanțării întreprinderii se explică în funcție de factorii asociați strategiei industriale și organizării întreprinderii; teoria este fondată pe influența datoriei asupra variabilelor strategice (precum prețul și cantitatea) și asupra relațiilor dintre furnizori și consumatori; teoria se remarcă prin faptul că include în cercetare noi coordonate: rolul actorilor non-financiari în proiectarea structurii financiare, organizarea industrială și managementul strategic al firmelor;

- anii '90 se remarcă în planul cercetărilor prin focusarea pe raționamentul disjunctiv-ipotetic, cercetătorii fiind preocupați de a aduce argumente în favoarea sau defavoarea a două teorii formulate anterior: „trade-off theory” și „pecking order theory”;

- teoria sincronizării cu piața („market timing theory”), conturată la începutul anilor 2000, se referă la practica societăților de a emite acțiuni la un preț ridicat și de a le răscumpăra la un preț mic; teoria pleacă de la premisa că managerii pun la baza deciziei de finanțare condițiile de pe piața de capital; în cazul în care condițiile de pe piețele de capital sunt nefavorabile, se poate avea în vedere posibilitatea de întârziere a investițiilor; teoria nu acceptă ideea existenței unei structuri țintă a capitalului, deoarece structura capitalului este rezultatul cumulat al încercărilor managerului de a se corela cu piața de capital;

- noua teorie a ierarhizării („new pecking order theory”), specifică țărilor dezvoltate, s-a conturat pe la jumătatea primei decade a anilor 2000, când J. Chen [1] și N. Delcours [2] au elaborat o nouă ierarhie privind finanțarea entităților economice: profit nerepartizat, capitaluri proprii și în cele din urmă datorii pe termen lung.

Ca o sinteză a celor prezentat până acum, reținem o idee lansată acum zece ani, conform căreia „nu există o teorie universală a structurii capitalului și nici un motiv să se aștepte apariția unei astfel de teorii” [7]. Admițând mai devreme sau mai târziu această idee, preocupările cercetătorilor s-au reorientat către palierul analizelor empirice.

Înainte de a identifica mobilurile care au antrenat dezbaterile, subliniem faptul că teoriile privind finanțarea firmelor nu au inclus în dezbateri efectele finanțării firmei asupra fragilității financiare în contextul crizelor. În schimb, acest aspect a primit atenția cuvenită în cadrul dezbaterilor care s-au centrat pe cercetarea ciclurilor economice (respectiv, creșterile și descreșterile abrupte). Aceste dezbateri preced cercetările pentru fundamentarea teoriilor privind finanțarea firmelor. De exemplu, Irving Fisher (1933) identifică doi factorii care joacă un rol dominant în creșterile și descreșterile economice abrupte: supra-îndatorarea și deflația. Conform acestuia, investițiile și speculațiile conduc la o supra-îndatorare a firmelor, ceea ce are consecințe grave asupra ciclurilor economice. Astfel, s-a admis faptul că, în contextul unor dezechilibre majore, creșterea finanțării prin îndatorare amplifică riscurile, făcând ca firmele să devină mai fragile din punct de vedere financiar; în schimb, finanțarea internă (utilizând rezultatele reportate), fiind mai stabilă și mai durabilă, antrenează nivele minime de risc și ameliorează vulnerabilitatea financiară la crize.

### **Identificarea mobilurilor care au antrenat cercetările**

Mobilurile care au antrenat cercetările au vizat fie introducerea în analiză a unor noi variabile, fie contestarea ideilor anterior formulate, fie maniera de abordare a

politicii de finanțare, fie ipotezele ce au stat la baza formulării teoriilor, fie posibilitățile de extrapolare a rezultatelor cercetării etc.. Dincolo de această diversitate a mobilurilor, trebuie să menționăm că preocupările privind optimizarea structurii financiare au avut un scop final nobil: contribuția în planul cercetării teoretice și practice.

1. Fiecare teorie se clădește în acord cu un set de *variabile specifice*; privite sub aspect numeric, din dorința de a elabora o fundamentare cât mai completă, aceste variabile s-au diversificat continuu. Privind prospectiv geneza teoriilor, asistăm la următoarea desfășurare de variabile: gradul de îndatorare, costul capitalului, impozitul pe profit, deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile, costul dificultăților financiare (inclusiv costul de faliment), asimetria informației și costurile aferente, relațiile de tip agent și costurile acestora, strategia întreprinderii (privind: piața bunurilor și serviciilor; piața factorilor de producție, intrările și ieșirile din sistemul de producție, operațiunile de preluare a controlului), sincronizarea cu piața etc.

2. Un alt mobil ce a stat la baza progresului cercetării științifice în domeniu l-a reprezentat *contestarea ideilor anterior formulate*. De exemplu, teoria arbitrajului a apărut ca urmare a criticilor aduse dezvoltărilor lui Modigliani și Miller; teoria ierarhizării surselor de finanțare a fost lansată ca o alternativă la teoria compromisului; mai mult, s-a afirmat chiar că principiului ierarhiei îi lipsește o justificare teoretică; teoria de agent s-a conturat plecând de la premisa că teoriile descrise anterior sunt neverosimile sub aspect teoretic și imposibil de testat empiric etc..

Privind în retrospectivă putem aprecia că soliditatea unei teorii, trecută prin filtrul raționalismului critic, a derivat din rezistența ei la încercările de a fi contrazisă; cu toate acestea, rezistența la critică nu a fost unicul model de validare a unei teorii; pentru a asigura progresul în materie de cercetare nu s-a realizat o limitare strictă la euristica negativă (bazată pe negări, respingeri, critici), remarcată făcându-se și euristica pozitivă care a adus completări și îmbunătățiri la nivelul teoriei financiare (teoriile ce au urmat au introdus în analiză noi variabile – așa cum am arătat mai sus).

3. Fiecare dintre teoriile prezentate au abordat în manieră proprie *politica de finanțare a întreprinderii* (admițând sau respingând ideea structurii financiare optimale). Teoria echilibrului static (numită și „teoria compromisului”) definește structura optimă a capitalului ca un compromis între avantajele fiscale ale îndatorării și costurile de faliment; nivelul optim este atins atunci când valoarea marginală actuală a avantajului fiscal al îndatorării suplimentare este egală cu valoarea marginală actualizată a costurilor dificultăților financiare aferente datoriei suplimentare. Teoria de agent postulează că o structură optimă a capitalului se va obține prin minimizarea costurilor ce decurg din conflictul de interese dintre părțile implicate la nivel de întreprindere. În schimb, teoria ierarhizării surselor de finanțare sugerează că nu există o structură optimă a capitalului; fondatorii acestei teorii susțin că întreprinderile se vor îndatora doar atunci când rezultatele reportate sunt insuficiente și doar în ultimă instanță vor opta pentru finanțări externe riscante. Teoria sincronizării cu piața nu acceptă ideea existenței unei structuri țintă a capitalului, aceasta deoarece structura capitalului la un moment dat este rezultatul cumulat al încercărilor managerului de a se corela cu piața. Față de această poziționare diferită privind perspectiva de optimizare a structurii financiare punctăm faptul că nu s-a înfăptuit un test cu adevărat decisiv care să permită (necon condiționat) aprecierea pertinentei vreunei teorii de finanțare.

4. Fiecare teorie a avut la bază un *set de ipoteze*. Prin modul în care au fost formulate, nu s-a vizat încadrarea strictă într-o viziune realistă, ci mai degrabă într-o viziune care să permită elaborarea unei reprezentări formalizate a funcționării sistemului financiar analizat. Privite sub aspect numeric, s-au evidențiat atât intenții de restrângere a ipotezelor restrictive (pentru a fi cât mai aproape de realitate), dar și de diversificare a lor (pentru a contura mai bine contextul în care s-a fundamentat teoria).

5. Un alt element ce a impulsionează cercetările a fost **identificarea măsurii în care rezultatele au putut fi extrapolate**. Inițial, studiile privind structura finanțării s-au orientat către marile companii din țările dezvoltate. Ulterior, studii teoretice și empirice privind structura finanțării s-au concentrat asupra marilor companii listate la bursă atât din țările dezvoltate, cât și din cele în curs de dezvoltare (fără a omite particularitățile specifice țărilor în tranziție sau piețelor emergente). Odată cu creșterea provocărilor, neacceptându-se ideea generalizării rezultatelor cercetării, nu au întârziat să apară și cercetările asupra companiilor mai mici, nelistate (care nu dispun de același acces la piețele financiare). Acest nou palier de cercetare s-a deschis, mai întâi, pentru IMM-urile dintr-o singură țară, urmând ca apoi să-și extindă orizontul către mai multe țări. Următorul pas l-a reprezentat cercetările combinate și comparative. Preocupările mai recente au vizat corelarea structurii financiare cu tradițiile financiare, sistemul de drept, nivelul de dezvoltare a pieței financiare și a sistemului bancar din diferite țări.

### **Provocări recente privind structura finanțării**

1. **Transformările la nivelul societății globale** au reorientat (chiar stimulat) cercetările privind finanțarea firmei. Un aspect deloc neglijat a fost orientarea cercetărilor către implicațiile pe care le au condițiile macroeconomice care ar putea afecta alegerea unui mix de finanțare. Astfel, crizele au impus o reconsiderare a riscurilor pe care le implică diferite forme de finanțare și pe care și le poate asuma o întreprindere. Contribuții majore au fost aduse de:

- H. Minsky, care a analizat mai în detaliu comportamentul firmelor supra-îndatorate [8];

- D. Foley, care analizează fragilitatea financiară nu numai la nivelul firmelor, ci și la nivelul economiei naționale, aceasta din urmă fiind socotită ca totalitatea firmelor sau ca medii agregate ale acestora [4];

- Charles Kindleberger și Roboert Aliber [6], dezvoltând teoriile lui Irving Fisher și Hyman Minsky, susțin că tendințele speculative, care duc la supra-achiziții și supra-investiții, devin iraționale, fiind strâns legate de extinderea creditului ca sursă a supra-îndatorării;

- A. Vercelli, S. Sordi și R. Dieci reinterpretează ipoteza instabilității financiare a lui Minsky, trecând de la descrierea așa-numitelor momente la descrierea proceselor dinamice, luând ca instrumente de analiză soldurile fluxurilor financiare nete și coeficienții (ratele) de lichiditate și solvabilitate la nivelul unităților și la nivel agregat [3; 10; 11; 12].

2. O altă provocare inedită și radicală la adresa societății umane la începutul mileniului III a reprezentat-o **dezvoltarea durabilă**. Corelat acestei probleme de fond apare și o problemă operațională: finanțarea activității economice sustenabile. Astfel, în materie financiară, preocupările s-au reorientat, abandonându-se preocupările de optimalitate în favoarea celor de sustenabilitate. Analizele au vizat atât sustenabilitatea surselor de finanțare, cât și proiectarea unui portofoliu sustenabil de finanțare care să cuprindă diverse surse de finanțare, astfel încât să dea posibilitatea decidentului de a alege (conform contextului economic și financiar) un pachet de finanțare adecvat.

În cazul în care nu s-a remarcat deja, atenționăm cititorul că asistăm la o deplasare a preocupărilor către cercetarea factorilor determinanți ai structurii capitalurilor și, în special, spre sfera analizelor empirice. O atenție sporită se acordă factorilor macroeconomici care își pun amprenta asupra structurii financiare a firmelor: crizele (dezechilibrele), dezvoltarea pieței de capital și a sistemului bancar, sistemul de drept, PIB-ul pe cap de locuitor, rata de creștere a PIB-ului, inflația, rata dobânzii, rata impozitării.

**4. Precieri privind necesitatea reconsiderării riscurilor aferente finanțării firmelor în contextul noilor provocări induse de criză**

Conform opiniilor specialiștilor [5], formularea ipotezei instabilității financiare ca argument teoretic al crizelor a avut ca punct de plecare trei constatări importante. *Prima constatare* este aceea că la baza economiei capitaliste moderne stau, pe de o parte, investițiile în active financiare (de capital) și, pe de altă parte, un sistem financiar sofisticat și complex care se interconectează cu procesul investițional și cu cel al economiei reale. *A doua constatare* se referă la faptul că activele financiare (având calitatea de a genera câștiguri) determină firmele să avanseze cât mai multe sume de bani (inclusiv împrumutate) pentru investiții în așteptarea unor profituri viitoare; astfel, cererea prezentă pentru bunurile de investiții depinde de mărimea și intensitatea anticipărilor pentru veniturile viitoare. Nivelul crescut de elasticitate al cererii de bunuri pentru investiții, în condițiile unei oferte de bunuri investiționale inelastice pe termen scurt, determină creșterea prețurilor activelor investiționale. La rândul său, această creștere a prețurilor activelor este accentuată de intermedierea financiară (realizată de bănci sau alte instituții financiare), amenințând stabilitatea financiară. *A treia constatare* se referă la faptul că se manifestă o tendință generală a sistemului financiar de a deveni în mod crescând îndatorat, mai ales în perioadele de prosperitate, ceea ce duce la creșterea gradului de vulnerabilitate în contextul unor potențiale crize (inclusiv în cazul unor potențiale restrângeri sistemice a creditului).

Drept dovezi în sprijinul celor enunțate anterior pot fi invocate problemele antrenate de îndatorare care, de-a lungul istoriei economiei mondiale, au generat crize de mai mică sau mai mare amploare, precum: crizele din unele țări în curs de dezvoltare (africane și latino-americane) de la începutul anilor 1980; criza din Japonia, din anul 1980; criza din țările nordice din a doua jumătate a anilor 1980; crizele financiare care au marcat economiile din Asia de Est (1997); criza din Statele Unite ale Americii din a doua jumătate a anilor 1990; criza globală actuală (care a debutat în anul 2007).

În consecință, apreciem că problemele privind modul în care firmele trebuie să-și finanțeze operațiunile lor rămân prezente și acute. Aceasta deoarece îndatorarea generează fragilitate financiară, iar aceasta din urmă crește vulnerabilitatea firmelor în perioadele de criză. Opinăm că firmele trebuie să-și asume o schimbare fundamentală a obiceiurilor de finanțare, în sensul diminuării dependenței de datorii; în caz contrar, vulnerabilitatea sistemului financiar la crize se va accentua. Subscriem opiniei conform căreia sistemul economic și financiar actual are nevoie de un mod de finanțare mai prudent care să susțină o rată de creștere mai stabilă și mai durabilă [9]; acest deziderat devine realizabil doar în contextul redefinirii politicilor de finanțare a firmelor, care trebuie să fie centrate, cu precădere, pe utilizarea fondurilor proprii interne și externe.

### Concluzii

Cercetările privind finanțarea au încercat să ofere explicații asupra modului în care întreprinderile își construiesc combinația *datorii-capitaluri proprii* pentru a-și finanța investițiile. Admițând că, în prezent, nu se poate vorbi despre o teorie universal valabilă privind finanțarea întreprinderii, în cadrul cercetărilor de profil pot fi nominalizate anumite teorii care s-au remarcat. Deși dezbaterile se centreză pe ideea finanțării întreprinderii pe seama celor două mari grupe de fonduri, acestea nu se circumscriu unor abordări stereotipe, ci impresionează prin diversitate. Fără intenția de a ne lansa într-o diatribă, am prezentat succint logica fiecărei dezbateri.

Primul aspect asupra căruia am dorit să atragem atenția este acela că teoriile privind finanțarea firmelor nu au inclus în dezbateri efectele finanțării firmei asupra fragilității financiare în contextul crizelor; acest aspect a primit atenția cuvenită în cadrul dezbaterilor care s-au centrat pe cercetarea ciclurilor economice. Pentru a pune în evidență evoluția teoriilor privind finanțarea întreprinderii am prezentat mobilurile care au antrenat cercetările. Dincolo de marea diversitate a mobilurilor, precizăm că

preocupările au avut un scop final comun: adaptarea structurii financiare la condițiile în care firmele trebuie nu doar să funcționeze, ci să-și asigure și supraviețuirea pe termen lung în condițiile remunerării adecvate a tuturor celor implicați.

Un alt aspect asupra căruia am insistat a fost identificarea provocărilor recente privind structura finanțării firmei. Astfel, am arătat că transformările la nivelul societății globale (în speță, crizele) au impus o reconsiderare a riscurilor pe care le implică diferite forme de finanțare și pe care și le poate asuma o întreprindere. O altă provocare a reprezentat-o necesitatea dezvoltării durabile în condițiile unei finanțări sustenabile; astfel, am arătat că s-au abandonat preocupările de optimalitate în favoarea celor de sustenabilitate.

Ultimul aspect asupra căruia au fost baleiate argumente pertinente a vizat necesitatea reconsiderării riscurilor aferente finanțării firmelor în contextul noilor provocări induse de criză. Aceasta deoarece problemele antrenate de îndatorare au generat crize de mai mică sau mai mare amploare. Astfel, am arătat că îndatorarea generează fragilitate financiară, iar aceasta din urmă crește vulnerabilitatea firmelor în perioadele de criză.

### **Mulțumiri**

*Acest articol a beneficiat de suport financiar prin proiectul „Studii Post-Doctorale în Economie: Program de formare continuă a cercetătorilor de elită – SPODE”, cofinanțat din Fondul Social European prin Programul Operațional Sectorial Dezvoltarea Resurselor Umane 2007-2013, contract nr. POSDRU/89/1.5/S/61755.*

### **Referințe bibliografice:**

1. Chen, J., *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*, Journal of Business Research, 57, 2004, pp. 1341-1351
2. Delcours, N., *The determinants of capital structure in transitional economies*, International Review of Economics and Finance, 16, 2007 pp. 400-415.
3. Dieci, R., Sordi, S., Vercelli, A., *Financial Fragility and Complex Dynamics: Analysing the Impact of Stabilizing Policy Measures*, University of Siena, Italy, 2005.
4. Foley, D., *Financial Fragility in Developing Economies*, Dutt Amitava, Jaime Ros (ed.), *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*, Edward Elgar, 2003.
5. Iancu, A., *Sinteză privind modelarea fragilității sistemului financiar*. Romanian Society for Economic Science, Review OEconomica, 2010.
6. Kindleberger, C., Aliber, R., *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises*. John Wiley&Sons Inc: Hoboken, New Jersey, 2005.
7. Myers, S., Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2001, pp. 81-102.
8. Minsky, H., *Stabilizing An Unstable Economy*. Mc Graw Hill, New York, 2008.
9. Sen, A., *A without debt and strong financial structure*, International Research of Finance and Economics, 59, 2010, pp. 77-85
10. Sordi, S., Vercelli, A., *Financial fragility and economic fluctuations*, Journal of Economic Behavior Organization, 61, 2006, pp. 543-561.
11. Sordi, S., Vercelli, A., *Heterogeneous Expectations and Financial Instability in a Pure Finance Economy*, Department of Political Economy, Finance and Development, University of Siena, Italy, 2010.
12. Vercelli, A., *A Perspective on Minsky Moments: The Care of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crises*, The Levy Economics Institute of Bard College, 2009.