

ALEGEREA SURSELOR DE FINANTARE ARE LEGATURA CU STRUCTURA OPTIMA A CAPITALULUI ?

Lector univ.dr. Flavia Diana NISTOR¹.

Rezumat

Această lucrare prezintă un model liniar conform căruia o firmă își poate ajusta în mod dinamic atât structura capitalului cât și opțiunile de finanțare. În acest model explorez interacțiunile dintre costul incapacității de plată și problemele creditorilor și acționarilor și examinăm modul în care abilitatea de a ajusta în mod dinamic structura capitalului afectează atât posibilitățile de îndatorare ale firmei cât și evoluția acestor datorii în timp. De asemenea examinez și implicațiile acestui model în contextul studiilor mai recente care încearcă să facă distincția între teoria de compromis „tradeoff model” și teoria privind ierarhizarea surselor de finanțare în cazul asimetriei de informații numită „pecking order models”. Arăt că prioritizarea surselor de finanțare are un efect și mai important asupra structurii capitalului în cazul firmelor care urmăresc interesele acționarilor/ asociaților, decât în cazul celor care urmăresc atât interesele creditorilor cât și al acționarilor.

Cuvinte cheie: *structura capitalului, IMM, surse de finanțare*

Clasificarea JEL: M2

INTRODUCERE

Studiile asupra structurii capitalului fac distincție între așa numitele modele “tradeoff” și “pecking order models”. După cum și numele sugerează modelul de compromis (“tradeoff”) arată că structura optimă a capitalului este determinată prin renunțarea la beneficii în favoarea achitării costului îndatorării. Beneficiile sunt de obicei economii din taxe iar costurile sunt reprezentate de: costul falimentului, costurile de agent și costurile lipsei de lichidități. În contrast, modelul pecking order pune accent pe costurile legate de emisiunea de acțiuni sau obligațiuni și costurile răscumpărării acestora. În aceste modele, evoluția anterioară a firmei joacă un rol important în determinarea structurii sale financiare. În particular, o firmă care înregistrează o reducere a valorii determinată de obținerea unor profituri mici poate deveni mult mai îndatorată din cauza reținerilor în a emite acțiuni pentru a opri scăderea valorii sale de piață. Aceste două teorii nu se exclud reciproc. Firmele pot stabili o anumită rată a îndatorării, rată care să reflecte beneficiile și costul finanțării prin îndatorare așa cum sunt arătate în teoria tradeoff, dar pot devia de la rata îndatorării stabilită datorită motivelor descrise în teoria pecking order. Teoria sugerează ca firmele se comportă în realitate în acest fel dar rata cu care firmele se îndreaptă spre ratele scontate sugerate de modelul tradeoff par să fie destul de mici. O interpretare a acestei ajustări lente, descrisă în modelele dinamice ale structurii capitalului, este aceea că costurile tranzacțiilor ar putea ține firmele departe de ratele scontate și generează o gamă largă de rate observate în timp. O interpretare alternativă este aceea că determinanții structurii capitalului descriși în modelul tradeoff contează foarte puțin – cu alte cuvinte, funcția care descrie ratele datoriilor relativ la valoarea firmei este una liniară, implicând că nu este, în mod particular, costisitor pentru firme să devieze de la rata îndatorării scontată.

Altă alternativă de interpretare este aceea ca rata scontată a îndatorării variază în timp, ceea ce face destul de greu de măsurat o rată scontată a îndatorării. În plus, modificări în rata

¹Academia Comerciala Satu Mare, FlaviaChiorean@gmail.com

scontată a îndatorării ar putea declanșa nevoia de recapitalizare ca răspuns la modificările valorii de piață a acțiunilor firmei. literatură se găsesc numeroase motive pentru care o firmă ar putea să arate reticență în a emite acțiuni în vederea rebalansării structurii capitalului. Myers sugerează că „firmele acționează în vederea maximizării ratei dividendelor vor fi reticente în a emite acțiuni din cauza transferului averii debitorilor”². Totodată emiterea de acțiuni implică costuri substanțiale. De exemplu o creștere a valorii acțiunii, generată de o creștere a oportunităților de dezvoltare poate conduce la o reducere a ratei a îndatorării așteptată. Pentru a atinge aceasta problemă am dezvoltat un model dinamic care încorporează un număr important de determinanți ai structurii capitalului. Acest model cuantifică relația dintre valoarea firmei și opțiunile pe care firma le are în privința structurii capitalului și examinăm motivațiile pe care firmele le au în vedere atunci când decid schimbarea structurii capitalului ca răspuns la șocurile economice care modifică valoarea firmei. Prin aceasta lucrarea contribuie la dezvoltarea literaturii care extinde modelele statice tradiționale prin introducerea dinamicii în alegerea structurii capitalului.

1. MODEL DINAMIC AL STRUCTURII OPTIME A CAPITALULUI

Modelul prezentat este unul complet dinamic, desfășurat pe un orizont de timp infinit, unde valoarea firmelor este determinată în mod endogen de posibilități nelimitate de investiții și de finanțare. Valoarea de piață a firmei în acest model este determinată de veniturile ei, care sunt la rândul lor endogene, determinate atât de deciziile de investiții cât și modificările prețurilor produselor firmei.

Deciziile de investiții sunt de asemenea endogene, determinate fiind de prețul produselor și de structura capitalului firmei, care de asemenea este determinată în mod endogen în model.

După cum am arătat rata îndatorării în acest model evoluează în timp într-un mod care este aproximativ consistent cu cele descrise de modelul pecking order. În plus există o tendință a firmelor de a se deplasa spre o rată a îndatorării așteptată care este determinată de variabilele modelului tradeoff.

Totuși în concordanță cu observațiile empirice, deplasarea spre rata îndatorării așteptată este destul de lentă. Și mai mult de atâtă în contrast cu modelele dinamice anterioare prezentate de Fischer, Heinkel și Zechner (1989a, pp.19-40)³ și Leland (1998, pp.1213-1243)⁴, rata îndatorării așteptată, care este determinată de prețurile practicate de firmă dar și de istoricul investițiilor efectuate de firmă se schimbă în timp.

Parametrii modelului sunt aleși astfel încât să se potrivească observațiilor empirice ale firmelor. Acest lucru ne permite să cuantificăm efectul variabilelor care au capacitatea de a influența modul în care deciziile de finanțare evoluează în timp. În mod specific considerăm caracteristicile pieței cum ar fi costurile asociate cu emisiunea și răscumpărarea acțiunilor și costul îndatorării și gradul în care giranții datoriiilor pot fi convinși. De asemenea luăm în considerare și caracteristicile specifice firmei cum ar fi rata așteptată de creștere a prețului produselor, rata cu care se depreciază capitalul firmei și natura costurilor care apar în cazul incapacității de plată și a falimentului.

În final examinăm interacțiunile dintre maturitatea datoriiilor firmei, raportul datoriiilor în structura capitalului și gradul în care structura capitalului se va modifica în timp.

Acordăm o atenție deosebită diferențelor care există între deciziile privind structura capitalului la firmele la care se urmărește interesul asociaților adică firme orientate spre maximizarea valorii acțiunilor, și alegerile făcute de firmele care urmăresc să-și maximizeze

² Myers, S. “Determinant of Corporate borrowing”, Journal of Financial Economics 5, 1977, 147-175

³ Fischer, E., Heinkel, R., and J. Zechner, 1989a, Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, Journal of Finance 44, 19-40

⁴ Leland, H. – 1998, Agency costs, risk management and capital structure, Journal of Finance 53, 1213-1243

valoarea firmei, adică atât valoarea acțiunii cât și reducerea datoriilor.

În ambele cazuri structura capitalului este aleasă de către antreprenor în ideea maximizării valorii combinate dintre acțiunile emise și rata îndatorării. Totuși obiectivele manageriale afectează în mod semnificativ deciziile de investiții și strategiile de recapitalizare și acest lucru afectează deciziile luate în legătura cu structura capitalului.

Pentru ambele tipuri de firme și cele care urmăresc maximizarea valorii firmei și cele care urmăresc maximizarea valorii acțiunii examinez atât cazurile statice în care presupun că firmele nu își pot modifica rata îndatorării în timp, cât și cazurile dinamice în care rata îndatorării se schimbă odată cu schimbarea condițiilor economice. Deși cazurile statice le ating doar, acestea ne permit să comparăm rezultatele cu cele ale altor studii care impun aceste restricții. Analiza noastră indică că datorită posibilității de a se îndatora în continuare, rata îndatorării inițială în cazul dinamic este oarecum mai scăzută decât în cazul static. Întocmai, deoarece firmele care urmăresc creșterea valorii acțiunilor au reticente în a emite acțiuni din cauza conflictelor de interes pe care le pot avea cu acționarii ei aleg inițial cel puțin o rată a îndatorării mai scăzută. Totuși rata îndatorării va crește în timp. În particular, când prețul produselor crește, firmele care urmăresc maximizarea valorii acțiunilor prezintă tendința de a contracta datorii pentru a stopa creșterea valorii acțiunilor. În contract, când prețul produselor scade, firmele care urmăresc maximizarea valorii acțiunilor în general nu acționează în vederea stopării scăderii prețului acțiunilor prin emisiunea de noi acțiuni sau prin rambursarea unei părți din datorie.

Deoarece joacă un rol atât de important în determinarea ratei inițiale a îndatorării, dar și a modului cum evoluează rata îndatorării în timp, acordăm o atenție deosebită condițiilor în care firmele aleg să-și reducă datoriile când o duc rău. După cum arată, dacă rata recapitalizării este prea ridicată, și apoi prețul produselor scade suficient de mult, firmele care urmăresc maximizarea valorii se recapitalizează prin emisiunea de noi acțiuni și folosește sumele astfel obținute pentru a-și achita datoriile. În acest fel firma nu ajunge la niciodată la faliment. În contrast, după cum am menționat, firmele care urmăresc maximizarea valorii acțiunii are mult mai puține stimulente în a-și achita datoriile, mai ales atunci când maturitatea datoriilor este pe termen lung, deoarece achitând datoria transferă averea firmei debitorilor. În funcție de valoarea parametrilor, o firmă care urmărește maximizarea valorii acțiunii își plătește niciodată datoriile doar dacă acestea ajung la scadență și astfel ajunge la faliment dacă prețul produselor sale scade suficient de repede. Ca rezultat, rata îndatorării firmelor care urmăresc maximizarea valorii acțiunii urmărește cursul observat în pecking order theory. Cu alte cuvinte structura capitalului este în foarte mare măsură dependentă de veniturile firmei și de investițiile anterioare.

Considerăm de asemenea și alte caracteristici ale firmelor care pot influența dinamica structurii capitalului unei firme. În particular, arătăm că costurile incapacității de plată joacă un rol important în determinarea firmelor foarte îndatorate să-și reducă ratele îndatorării. În contrast cu costurile falimentului, costurile incapacității de plată pot fi direct generate de acționari deoarece firmele aflate în incapacitate de plată suportă o reducere a profitului chiar dacă nu ajung niciodată la faliment și acest lucru încurajează firmele care urmăresc maximizarea valorii acțiunii să-și achite datoriile ca reacție la rezultate nedorite. Așadar costurile incapacității de plată încurajează firmele care urmăresc maximizarea valorii acțiunii să ia decizii legate de structura capitalului care sunt mult mai asemănătoare cu deciziile luate de firmele care urmăresc maximizarea valorii firmei. Ca rezultat costurile incapacității de plată tind să reducă costurile externe și să reducă efectul investițiilor trecute asupra structurii capitalului.

2. CONSIDERAȚII DIMENSIONALE

