

ANALIZA STRUCTURII CAPITALULUI ȘI SOLVABILITĂȚII ÎNTRINDERII

Drd. Victor Ardelean, Universitatea "Babeș-Bolyai" Cluj-Napoca

Rezumat:

Capital is something owned which provides ongoing services. In the national accounts, or to firms, capital is made up of durable investment goods, normally summed in units of money. The capital structure of a firm is broadly made up of its amounts of equity and debt. Objective is to have such a mix of debt, preferred stock, and common equity which will maximize shareholder wealth or maximize market price per share.

1. Introducere

Capitalul circulant sau fondul de rulment, adică active curente minus datoriile pe termen scurt, nu are însemnătate economică în sensul impunerii vreunui comportament normativ.

Managementul capitalului circulant presupune adoptarea unor decizii manageriale ce afectează un tip specific de active circulante și datoriile pe termen scurt.

Diferența între activele circulante și activele fixe, între datoriile pe termen scurt și cele pe termen lung este pe departe una contabilă. În practică, sunt câteva caracteristici asociate cu activele circulante care le diferențiază de cele fixe, și care sunt legate în special de ciclul de exploatare.

Datoriile pe termen scurt, pe care le are firma la un moment dat, constituie o problemă fundamentală pentru deciziile legate de structura de capital, și pentru maturitatea deciziilor cu privire la celelalte datorii. Se poate atinge astfel, un grad de imperfecțiune pe piața pasivelor financiare. Odată adoptate deciziile în aceste domenii, nivelul capitalului circulant al firmei își pierde din importanță.

2. Structura capitalului întreprinderii

Orice manager trebuie să cunoască structura capitalului și valoarea unei firme pentru a putea lua o decizie dacă firma respectivă este finanțată adecvat. Structura capitalului oferă în acest sens primele informații despre situația financiară a unei firme. Pentru managerul unui grup de firme, structura capitalului devine importantă pentru continuitatea activității acesteia.

Proporția dintre datorii și capitaluri folosite pentru a finanța activitatea unei firme are implicații asupra valorii acțiunilor. În plus, structura capitalului afectează levierul financiar, care la rândul său afectează rezultatele și riscul așteptat atât al proprietarilor cât și al creditorilor firmei. Această proporție canalizează fenomenul interdependent între levierul financiar și structura capitalului atunci când compania are cheltuieli de exploatare fixe și cheltuieli financiare fixe, în structura costului.

Pentru a putea genera un surplus de venituri și profit comparativ cu exercițiile precedente, și care reprezintă, în opinia noastră, baza pentru creșterea economică a unei firme, se impune ca firma să investească în construcții și în utilaje noi, în general în imobilizări corporale productive. Un mod de a achita costul acestor investiții este acela de a genera capital din operațiunile firmei, adică de a obține profit care însă revine proprietarilor și poate fi plătit doar acestora, sub formă de dividende, sau reinvestit în activitatea firmei. Investiția proprietarilor în firmă poartă denumirea de capital propriu sau capital social. Dacă managerul decide reinvestirea profitului, proprietarii așteaptă ca această sursă să fie folosită în proiecte de investiții care vor mări valoarea firmei și deci implicit, mărimea valorii capitalului propriu. Pe de altă parte însă, profiturile pot să nu fie suficiente pentru a

finanța oportunitățile de investiții profitabile. În acest caz, firma trebuie să decidă dacă să împrumute de la creditorii financiari sumele de care are nevoie sau să lanseze o nouă emisiune de acțiuni.

O structură optimă a capitalului reprezintă în fapt, o decizie importantă pentru orice mediu de afaceri. Aceasta decizie nu e necesară doar din nevoia de a maximiza rezultatele, dar și pentru ca firmele să fie mai competitive în cadrul sectorului de activitate. Principalul argument dezvoltat de Miller și Modigliani este acela că o structură optimă a capitalului există doar dacă realizăm un echilibru între riscul de faliment și riscul scutirii de impozite și taxe în cazul utilizării împrumuturilor. Odată stabilit acest lucru, structura capitalului trebuie să asigure un profit mai mare pentru toți acționarii, comparativ cu profitul care s-ar putea obține de la o firmă care se finanțează din resursele proprii.

În ciuda aspectului teoretic, cercetătorii în managementul financiar nu au găsit încă o structură optimă a capitalului.

Faptul că nu a fost găsită o structură optimă a capitalului, constituie un indiciu despre existența unei greșeli de logică. S-a ajuns la concluzia că întrebarea originală a fost formulată greșit. În loc de întrebarea :”Care este combinația optimă **datorii-capital** care duce la maximizarea bogăției acționarilor?” ar trebui să fie formulată următoarea întrebare :”În ce circumstanțe levierul financiar ar trebui să fie folosit pentru a maximiza valoarea acțiunilor?”. Reformularea este necesară datorită faptului că datoriile și capitalul au implicații profunde pe termen lung asupra corporațiilor, care depășesc situația financiară la un moment dat al acestora.

3. Structura capitalului, levierul, efectul de levier și relația câștig – risc

După părerea noastră, structura capitalului reprezintă o combinație de surse de fonduri, pe care o firmă o poate utiliza la un moment dat (datorii, acțiuni preferențiale, acțiuni obișnuite).

Capitalurile străine, împrumutate, pe care o firmă le utilizează pentru a-și finanța activele poartă denumirea de levier. O firmă cu o pondere însemnată a datoriilor în structura capitalului, are un levier ridicat, pe când o firmă care nu are datorii, se spune că are un levier scăzut.

Structura capitalului, în opinia noastră, poate fi privită ca o *finanțare permanentă* a firmei, este formată din datorii pe termen lung și capital propriu, și nu include datoriile pe termen scurt.

O firmă poate să finanțeze activitatea de exploatare și activitatea investițională, prin intermediul capitalurilor proprii, profitului obținut și al datoriilor. De obicei, o firmă va folosi o combinație dintre aceste componente financiare.

În analiza structurii capitalului se are în vedere raportul dintre datoriile pe termen scurt și datoriile pe termen lung.

De regulă, când ne referim la structura capitalului ne referim de fapt la ponderea datoriilor în totalul capitalului, informație care evidențiază mărimea riscului la care este expusă o firmă. De obicei, o firmă care se finanțează exclusiv din datorii, prezintă un risc foarte mare.

4. Finanțarea prin îndatorare sau autofinanțarea

Cea mai bună structură a capitalului depinde de mai mulți factori. Astfel, dacă o firmă își finanțează activitățile din împrumuturi, creditorii așteaptă ca suma investită plus dobânda să le fi achitată conform contractului de împrumut. Imposibilitatea firmei de a achita sumele scadente, poate conduce la acțiuni în justiție din partea creditorilor.

Finanțarea unei afaceri prin intermediul împrumutului este mai ieftină decât prin intermediul capitalului. Aceasta se datorează faptului că:

1. creditorii solicită o parte mai mică din profit decât acționarii. Investițiile finanțate din datorii prezintă un risc mai mic decât investițiile finanțate de către acționari deoarece aceștia din urmă doresc să încaseze dividende care trebuie să se situeze cel puțin la nivelul dobânzii acordate de bănci, deponenților. Pe de altă parte autofinanțarea prezintă o mai mare siguranță din punctul de vedere al riscului cu care se confruntă întreprinderea.

2. o afacere profitabilă generează un cost al îndatorării mai mic decât costul capitalului propriu, deoarece profitul din exploatare este diminuat cu impozitul pe profit, și care reprezintă o cheltuială deductibilă din punct de vedere financiar.

3. costurile atragerii de noi creditori, sunt în general mai mici decât cele necesare emiterii de noi acțiuni.

După părerea noastră, există câteva aspecte pozitive din finanțarea unei firme prin îndatorare, și cu toate acestea firmele tind să evite nivelurile înalte de finanțare externă, din cauza riscului financiar ridicat. Acest lucru se poate explica prin faptul că dobânda trebuie plătită creditorilor financiari indiferent de cash-flow-ul afacerii. Dacă firma are dificultăți legate de activitatea operațională, în mod direct va avea și greutăți în a-și plăti creditorii nonfinanciari, acționarii, creditorii financiari, etc.

Ideea de bază a levierului financiar este următoarea: dacă firma obține un profit mare acționarii pretind să încaseze sub formă de dividende profitul rămas după rambursarea costurilor creditării. Dacă profitul este mic, creditorii trebuie să fie plătiți, iar proprietarilor de capital nu mai pot solicita dividende.

Imposibilitatea întreprinderii de a plăti dobânda așa cum a fost stabilită prin contractul de credit, poate genera *incapacitatea financiară* a acesteia. Aceasta este condiția conform căreia o firmă poate adopta decizii sub presiunea timpului, pentru a-și îndeplini obligațiile legale față de creditori. Aceste decizii pot să nu corespundă intereselor proprietarilor firmei.

Pentru a-și evalua serviciul datoriei externe o firmă trebuie să-și calculeze indicele datoriilor sau ponderea datoriilor în totalul capitalurilor:

Datorii / Capitaluri Totale

Cu cât indicele se apropie de unitate, cu atât mai mare este și finanțarea străină a operațiunilor întreprinderii, comparativ cu finanțarea proprie.

O altă măsură de evaluare a structurii capitalului o reprezintă indicele datoriilor în totalul activelor, adică câte din activele unei firme sunt finanțate din datorii:

Datorii / Active

În practică, există o tendință a firmelor din anumite segmente industriale de a folosi într-o mai mare măsură finanțarea prin îndatorare decât autofinanțarea, și care depinde de diferențele care există în structura capitalului, în cadrul industriilor:

- industriile care se bazează mai mult pe cercetare și dezvoltarea de noi produse și tehnologii (firmele de produse farmaceutice) tind să aibă un grad de finanțare prin îndatorare al activelor mai scăzut, decât firmele care nu se bazează pe cercetare și dezvoltare.

- industriile care necesită re tehnologizări (spre exemplu: firmele producătoare de încălțăminte) tind să aibă un nivel mai scăzut al acestor indicatori.

Este de asemenea interesant să se observe nivelul indicilor privind îndatorarea în cadrul industriilor. De exemplu, în industria energiei electrice există un nivel mai mare al acestui indice decât în industria băuturilor. Există o variație chiar și în cadrul acestei industrii. Întrebarea care se pune este următoarea: de ce unele industrii tind la un nivel mai înalt de îndatorare, decât altele. Un răspuns posibil ar fi că acestea depind de rolul levierului financiar, de risc și de nivelul de impozitare al profitului.

5. Concluzii

1. Este dificil dacă nu chiar imposibil pentru ca managerii să determine exact structura optimă a capitalului unei firme.

2. Managerul financiar trebuie să ia în considerare cerințele de stabilitate și de volatilitate a firmei, ca de altfel și costul stabilității financiare atunci când decide între creditarea firmei sau reinvestirea profitului.

3. Probabilitatea existenței unei arii acceptabile (optime) a indicatorilor de genul datorii/active.

4. Finanțarea prin intermediul datoriilor sau al capitalurilor proprii creează tipuri de obligații diferite ale firmelor.

5. Finanțarea prin credite obligă firma să plătească dobânda creditorilor săi conform contractului. Dacă firma câștigă mai mult decât este necesar pentru a-și achita datoriile, poate fie să distribuie surplusul acționarilor fie să-l reinvestească.

BIBLIOGRAFIE:

1. Bătrâncea I. – Analiza financiară a întreprinderii, Editura Dacia, Cluj-Napoca, 2000
2. Bușe L., Siminică M., Marcu N. – Analiză economico-financiară, Editura Scrisul Românesc, Craiova, 2003
3. Gheorghiu Al. – Analiza economico-financiară, Editura Economică, București, 2004
4. Radu F. – metode și tehnici de analiză economico-financiară, Editura Scrisul Românesc, Craiova, 1999
5. Păvăloaia W., Păvăloaia D. – Analiza economico-financiară, Editura Moldavia, Bacău, 2003