

Cornelia NIȚU

**STRATEGII DE OPTIMIZARE A STRUCTURII
FINANCIARE A ÎNTRERINDERII**

Cornelia NIȚU

**STRATEGII DE OPTIMIZARE A STRUCTURII
FINANCIARE A ÎNTREPRINDERII**



**EDITURA UNIVERSITARIA
Craiova, 2013**

Referenți științifici:
Prof.univ.dr. Marin OPRÎȚESCU
Prof.univ.dr. Nicolae SICHIGEA

Copyright © 2013 Universitaria
Toate drepturile sunt rezervate Editurii Universitaria

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

NIȚU, CORNELIA

**Strategii de optimizare a structurii financiare a
întreprinderii / Cornelia Nițu. - Craiova : Universitaria,
2013**

Bibliogr.

ISBN 978-606-14-0603-6

658.14

Apărut: 2013

TIPOGRAFIA UNIVERSITĂȚII DIN CRAIOVA

Str. Brestei, nr. 156A, Craiova, Dolj, România

Tel.: +40 251 598054

Tipărit în România

*Dedic această carte lui Costi, Evelin, Matia și nu în ultimul rând,
distinsului meu profesor Marin Opreșcu*

Prefață

Cred că, în general, este un privilegiu, în același timp o misiune dificilă să compui prefața la o carte. Cu atât mai mult pentru mine, lucrarea de față fiind rezultatul remarcabil al cercetării sistematice, minuțioase a unui subiect de elită, dar destul de delicat al științei economice, demers întreprins pe parcursul mai multor ani de exercițiu intelectual de către doamna Nițu Cornelia, doctor în domeniul finanțelor.

Problematika optimizării structurii financiare a întreprinderii, a strategiilor de optimizare a acesteia, ca parte esențială a sistemului complex și permanent adaptabil, care este economia, constituie un teren fertil de investigare dinamică, incitantă, în opinia autoarei, nu numai pentru economiști, dar adeseori și pentru matematicieni și ingineri.

Angajându-se temerar în studiul atent al acestei problematici, intrând în dialog cu prestigioși cercetători și autori de lucrări fundamentale și aplicative din domeniu, autoarea tratează în carte de o manieră eseistică subiecte esențiale ale vieții economice cum sunt structura financiară a întreprinderii, interdependențele dintre arhitectura structurii financiare și politica financiară a întreprinderii, impactul indus de riscurile economice asupra structurii financiare, precum și experiențele românești în încercările de a optimiza structura financiară la nivelul microeconomiei, substituind cu opinii afirmațiile categorice și conferind soluțiilor avansate valoarea unor ipoteze.

La o primă privire, lucrarea poate fi rezervată economiștilor de o strictă specializare. Dar, lectura ei cu răbdare, cu deschidere spre decodificarea fenomenelor economice aparent complicate poate trezi, totuși, interesul unui cerc larg de actori ai economiei. De aceea, recomand cartea nu doar celor care caută refugiul unei destinderi efemere, ci tuturor celor care, având conștiința asigurării funcționării întreprinderilor la parametri optimi, sunt dispuși să identifice idei, concepte, modele și sugestii utile activității lor.

În acest context, aș scoate în evidență considerentele pertinente ale autoarei cu privire la necesitatea adaptării strategice a întreprinderii la provocările globalizării, cu incidente majore în plan macro și microeconomic, ca și la provocările de ordin teoretic și practic pe care le ridică tot mai strident integrarea României în Uniunea Europeană.

Aș sublinia, nu în ultimul rând, că această prestigioasă carte se bazează pe teza de doctorat a doamnei Nițu Cornelia, cu același titlu, care a întrunit sufragiul unor merituase aprecieri din partea comisiei de evaluare, având în componență economiști autohtoni de prestigiu, între care prof. univ. dr. Ioan Nistor și prof. univ. dr. Vasile Cocriș.

Prof. univ. dr. Marin Oprețescu

Capitolul 1

STRUCTURA FINANCIARĂ A ÎNTRERINDERII ÎN DOCTRINELE ȘI PRACTICA ECONOMICĂ

1.1 Structura financiară a întreprinderii: un concept controversat?

Termenul de structură este împrumutat din limba latină „struere” și înseamnă construire, manieră în care un edificiu este construit sau un lucru este dispus și aranjat. În sens general, noțiunea de structură definește raporturile care unesc componentele unui întreg. În științele sociale, structura se definește ca o dispunere a părților unui ansamblu abstract de fenomene. În economia politică, structura unei entități economice reprezintă un ansamblu de proporții și relații care caracterizează entitatea în anumite condiții la un moment dat. În cadrul întreprinderii, structura poate fi definită ca un ansamblu de mecanisme prin care o întreprindere sau mai general, o organizație repartizează, coordonează și controlează activitățile și încearcă să orienteze comportamentul membrilor săi.

Întreprinderea, indiferent de forma de utilizare a capitalului său, de natura capitalului, își desfășoară activitatea în legătură cu un ansamblu de norme ce se cer respectate în cadrul unor fluxuri de natură bănească și financiară. Din punct de vedere financiar, structura desemnează proporțiile în care o firmă apelează la finanțarea activității prin capitaluri proprii sau prin capitaluri împrumutate. La nivelul unei firme, *structura financiară* reflectă compoziția capitalurilor, din acest considerent mai fiind cunoscută sub denumirea de *structura capitalurilor*.

În opinia unor autori¹ prin structura financiară a unei societăți comerciale se înțelege raportul existent între finanțările pe termen scurt și cele pe termen lung, în timp ce alții² considera că reprezintă suma ponderilor de participare a diferitelor resurse de finanțare la constituirea capitalurilor investite în respectiva societate. Aceasta se identifică, în fapt, cu acea parte a bilanțului care evidențiază resursele societății comerciale, reprezentată de structura pasivului bilanțier.

În contextul mecanismului economic, structura prezintă următoarele însușiri: *totalitatea*, reprezentată de ansamblul fondurilor de care dispune întreprinderea, *transformările* care sunt înregistrate de costurile de finanțare,

¹ Toma Mihai, Alexandru Felicia- Finanțe și gestiune financiară de întreprindere, Editura Economică, București, 2003, pag. 48.

² Stancu Ion - Finanțe, Editura. Economică, București, 2002, pag.643.

riscul la care este supusă întreprinderea și *autoreglajul*, respectiv posibilitatea de modificare a structurii fondurilor.

Structura financiară este o variabilă care nu depinde însă numai de întreprindere, de obiectivele sale de dezvoltare economică sau de riscurile estimate. Structura financiară este influențată și adesea determinată de stakeholderi (acționari, bănci, stat, etc.) ca și de conjunctura economico-financiară: situația piețelor financiare, variația ratei dobânzii, devalorizări monetare, crize financiare, etc. În analiza structurii capitalului trebuie să se iau în considerare și alți factori precum³:

- *costurile falimentului* care includ costurile legale, alte costuri directe și indirecte ocazionate de faliment sau de reorganizarea firmei care formează costurile financiare ale falimentului. Aceste costuri afectează atât costurile datoriilor cât și pe cele ale capitalurilor proprii;

- *costurile aferente acordurilor sau convențiilor* stabilite prin contract care protejează drepturile acționarilor, deținătorilor de obligațiuni și cele ale conducerii, iar aceste costuri cresc atunci când interesele acestor părți intră în conflict;

- *informația asimetrică*. Alegerea unei structuri a capitalului de către manageri (insideri) poate transmite informația legată de firmă investitorilor și poate să determine o modificare în valoarea firmei.

Alegerea unei anumite structuri financiare reprezintă o decizie importantă de politică financiară. Deși criteriul rentabilității este foarte important, decizia în ceea ce privește structura financiară ține seama, inevitabil, și de alte elemente cum ar fi suma totală a nevoilor de finanțat, precum și natura diverselor trebuințe.⁴ Decizia în privința structurii financiare trebuie să fie cea optimă, adică să se stabilească un asemenea raport între finanțările prin credite și finanțările prin capital propriu, în așa fel încât costurile de finanțare să fie minime⁵. Aceasta depinde de o multitudine de factori ca de exemplu: obiectivele de creștere ale firmei, nivelul rentabilității scontate, nivelul fiscalității, conjunctura economică generală etc. De asemenea, trebuie avut în vedere că atât capitalul propriu, cât și cel împrumutat comportă costuri. Diferența fundamentală dintre costul capitalului propriu și cel al capitalului împrumutat rezidă în faptul că fondurile proprii nu sunt remunerate decât în cazul în care întreprinderea obține beneficii, în timp ce capitalul împrumutat trebuie remunerat, oricare

³ Hoanță Nicolae- Finanțele firmei, Editura. Economică, București, 2003, pg. 352

⁴ Toma Mihai, Alexandru Felicia - op cit., pg. 49

⁵ Hada Teodor - Finanțele agenților economici din România, Editura. Intelcredo, Deva, 1999, pg. 43.

ar fi rentabilitatea întreprinderii⁶. Obiectivul de bază al funcției financiare a întreprinderii, preocuparea de bază a managerilor trebuie să fie creșterea continuă a valorii întreprinderii, astfel încât să se realizeze o maximizare a valorii acesteia în raport cu structura activelor pe care o compun.

Structura financiară a întreprinderii constituie una din problemele importante ale managementului financiar. Ea reprezintă suportul strategiei de dezvoltare a întreprinderii. Obținerea capitalului întreprinderii antrenează costuri: dividende, impozite și/sau taxe și dobânzi. Capitalul colectat trebuie angajat într-un proces de producție și de schimb care degajează un surplus (profit) din care se scad diferite impozite, taxe în conformitate cu legea.

Întreprinderea modernă are ca obiectiv principal *maximizarea valorii* sale. Delimitarea relației care se stabilește între optimizarea structurii financiare și obiectivul întreprinderii are la bază premisa că o structură financiară poate favoriza sau îngreuna atingerea obiectivelor întreprinderii. În acest context se impune determinarea structurii financiare optime care minimizează costul procurării capitalului și care maximizează valoarea de piață a întreprinderii⁷. Așadar, teoria financiară modernă este o teorie a structurii financiare. Teoria de maximizare a profitului întreprinderii a fost obiect al acestei utilizări a capitalului. Pe parcurs, prin asimilare, „maximizarea profitului” a devenit sinonimul cu „maximizarea capitalului financiar”; cu alte cuvinte „maximizarea bogăției acționarilor”. Pe baza acestui postulat, teoria „invită” întreprinderea să determine structura sa financiară care oferă cea mai scăzută rată de actualizare a costului de capital în condiții de risc și incertitudine, în vederea obținerii valorii maxime a întreprinderii.

Analiza structurii pasivului întreprinderilor arată că majoritatea au diferite surse de finanțare: acțiuni ordinare, acțiuni preferențiale, împrumuturi (datorii pe termen lung), datorii pe termen mediu și scurt, obligațiuni etc. De altfel, întreprinderi finanțate integral cu capital propriu sunt foarte puține. Dar, nici o întreprindere nu își poate desfășura activitatea bazându-se 100% pe îndatorare.

Problema care se pune este de a ști dacă folosirea unei anumite modalități de finanțare are incidență asupra costului de capital al întreprinderii. În timp ce lucrări anterioare, referitoare la analiza financiară, puneau pe primul plan studiul piețelor financiare, F. Modigliani și M. Miller aduc o contribuție în ceea ce privește finanțarea întreprinderii prin studiul relației dintre valoarea de piață a întreprinderii și compoziția structurii sale

⁶ Toma Mihai, Alexandru, Felicia- op. cit, pag. 49

⁷Tudose Mihaela Brîndușa - Gestiunea capitalurilor întreprinderii. Optimizarea structurii financiare, Editura Economică. București, 2007, pag. 12.

de finanțare. Considerându-se în cadrul unei piețe financiare perfecte și referindu-se la un model de echilibru bazat doar parțial pe noțiunea de clase de risc, Modigliani și Miller au demonstrat că structura de finanțare, adică raportul capital propriu-datorii financiare, evaluat la valoarea de piață, nu are nici o influență asupra valorii unei întreprinderi și, în consecință, asupra costului de capital. În afară de rezultate, aportul fundamental al demonstrației lor este că nu se bazează prea mult pe demersul propus, care cuprinde trei aspecte esențiale:

- schimbă probleme de evaluare a întreprinderii și alegere a investițiilor în cadrul pieței financiare;
- pune în evidență în mod clar legătura determinantă între valoarea întreprinderii și compoziția structurii activului;
- în fine, procesul de arbitraj, pus în funcțiune de către investitori care presupune legea prețului unic pentru același activ și care constituie baza mai multor teorii economice și financiare, a devenit o componentă esențială a gândirii financiare.

Suma datoriilor financiare de luat în considerare în studiul structurii financiare nu este ușor de definit. Ceea ce este trecut în bilanț la un moment dat nu are o mare semnificație. Se recomandă să se considere media anuală chiar dacă ea nu poate exprima riguros condițiile de a apela la îndatorare pe termen scurt. Așadar în stabilirea structurii financiare a întreprinderii, specialiștii în materie de management și analiză financiară au păreri diferite. Astfel, în cadrul capitalurilor împrumutate, unii autori nu includ decât datoriile pe termen lung și mediu, alții iau în considerare totalul datoriilor financiare indiferent de scadență. În schimb, alții integrează creditele comerciale și de trezorerie.

Studiul structurii financiare a unei întreprinderi se referă la analiză, la un moment dat, a compoziției patrimoniului sau, ținând seama de faptul că acest patrimoniu poate fi modificat într-o perioadă foarte scurtă de activitățile sale. Aceasta presupune o confruntare a gradului de exigibilitate a capitalurilor folosite cu gradul de lichiditate „a activelor disponibile”, gradul de lichiditate fiind măsura în care un activ se poate transforma cât mai repede în disponibilități prin funcționarea întreprinderii.

Numeroși specialiști, în materie de management financiar, au încercat să definească conceptul în mod diferit, însă esența rămâne aceeași. Astfel: structura financiară se exprimă prin raportul: fonduri proprii/total datorii financiare sau structura financiară a întreprinderii reprezintă modul ei de finanțare. Alți autori susțin că structura financiară a întreprinderii reprezintă suma capitalului propriu și datoriilor financiare. Înțelegem prin structura financiară a întreprinderii, componenta capitalurilor procurate, atât pe surse de proveniență, cât și pe intervalele de folosință. De asemenea, în