

**Teză de licență
(Pentru masterat)**

Tema: "Estimarea riscurilor într-o economie în tranziție (în R. Moldova)"

CUPRINS

Pag.

ÎNTRUDUCERE	3
CAPITOLUL I	
RIScul ÎN ACTIVITATEA AGENȚILOR ECONOMICI	
1.1. Definirea și esența riscurilor	
1.2. Aparențele obiective și subiective ale riscurilor	
1.3. Clasificarea și caracteristicile riscurilor	
1.3.1. Riscul politic	
1.3.2. Riscul operațiilor în valută	
1.3.3. Riscul contractual	
1.3.4. Riscul comercial	
1.3.5. Riscul inovațional	
CAPITOLUL II	
TEHNICI DE ANALIZĂ A RISculUI FINANCIAR	
2.1. Structura capitalului și levierul financiar	
2.1.1. Riscul financiar și determinarea structurii optime a capitalului	
2.1.2. Factorii considerați în luarea deciziilor referitoare la structura capitalului	
2.2. Efectul de pârghie financiară. Politica de îndatorare	
CONCLUZII	

INTRODUCERE

Într-o economie de tip planificat agenții economici au fost obișnuiți ca “regulile jocului” să fie dictate. Directivele, normele, planurile, deciziile, instrucțiunile, prețurile reglementate, fondul resurselor alocate formau acel sistem economic și administrativ în care agenții economici derulau o activitate liniștită și fără griji.

Odată cu trecerea la economia de piață agenții economici au devenit liberi în organizarea și derularea activităților lor. Dar libertatea economică a adus cu ea riscul și incertitudinea.

Activitatea în astfel de condiții impune anumite condiții, principala fiind cea de a avea capacitatea de a nu ignora riscul, de a-l putea preveni și ai estima influența.

Atât în literatură de specialitate cât și în practica economică, într-o economie în tranziție este foarte dificil de a găsi regulile stricte de aplanare a riscurilor. În plus, chiar în țările cu o economie dezvoltată nu au fost găsite răspunsuri concrete, care ar fi legile sau regulile de a exclude riscurile. Concluzia la care au ajuns specialiștii acestui domeniu este că riscurile nu pot fi excluse și de aceea este foarte important de a ști să le estimezi.

Peter Drucker avea perfectă dreptate, apreciind că un manager eficient trebuie să dedice cel puțin 50 % din timpul său de muncă activităților de analiză și diagnosticului. Este extrem de important ca printre alte analize făcute, o parte importantă să fie dedicată evaluării riscurilor, pentru că succesul strategiei deciziei se bazează pe decizia economică care la rândul ei este direct legată de risc.

În Republica Moldova riscurile legate de domeniul economic sunt puțin analizate, iată de ce scopul acestei lucrări este sistematizarea asupra metodelor de evaluare a riscurilor într-o economie în tranziție.

În funcție de scopul propus sarcinile acestei lucrări sunt următoarele:

- De a defini riscurile
- De a determina aparențele subiective și obiective ale riscurilor
- De a clasifica riscurile
- De a expune unele metode de analiză a riscurilor interne și externe cu care întreprinderea se confruntă
- De a studia metodele de estimare a riscului financiar pentru a putea diriga eficient cu el.

Lucrarea constă din introducere, 2 capitole și concluzii, fiind expusă pe 61 pagini.

*“Condițiile nefavorabile sunt singurele favorabile
creației”*

Goethe

CAPITOLUL 1

RIScul ÎN ACTIVITATEA AGENȚILOR ECONOMICI

1.1. Definierea și esența riscurilor

Noțiunea de risc este utilizată într-o serie de științe. Dreptul studiază riscul în funcție de legalitatea sa. Teoria accidentelor aplică acest termen pentru descrierea avariilor și cataclismelor. Se pot găsi studii asupra riscurilor în lucrări de psihologie, filozofie, medicină și în fiecare dintre aceste domenii studiul asupra riscului se bazează pe obiectul științei date și, bineînțeles, pe metode și aproșuri proprii. O astfel de varietate a studiului riscului se explică prin diversitatea acestui fenomen.

În ceea ce privește riscurile economice, este necesar de remarcat că în ultimii ani au apărut lucrări științifice în care considerări asupra planificării, activității economice a întreprinderilor comerciale, raportul între cerere și ofertă, abordează chestiunea riscurilor. Ca exemplu pot servi lucrările “Riscurile business-ului modern”, “Alfabetul întreprinderii” de Raisberg; Piața financiară: calculul riscului” de Pervozvanski ș.a. Un oarecare interes îl prezintă compararea teoriilor clasice și neoclasice ale riscurilor de întreprinderi și aplicarea lor economică. În studierea profitului întreprinderilor reprezentanți ca J. Mill, J.U. Senior, distingeau structura profitului patronal (de întreprinderi). Un procent (ca o parte a capitalului vărsat), remunerarea întreprinzătorului și plata pentru riscuri (ca rambursare pentru riscurile posibile, legate de activitatea de producere). În teoria clasică a riscului patronal, ultimul este identificat cu așteptarea matematică a pierderilor, care ar putea să se producă în funcție de decizia luată. Aici riscul nu este decât prejudiciul purtat de către decizia dată.

O astfel de interpretare unilaterală a esenței riscului a provocat o obiecție puternică din partea economiștilor străini care a provocat apariția altei înțelegeri a riscului patronal.

În anii 30 economiștii A. Marshall și A. Pigou au elaborat bazele teoriei neoclase a riscului de antreprenariat. Bazele acestei teorii cuprind următoarele : antreprenorul, lucrând în condiții de incertitudine, beneficiul fiind o variabilă aleatorie, se ghidează de două criterii :

- ✓ Mărimea profitului așteptat
- ✓ Mărimea fluctuațiilor acestuia.

Conduita antreprenorului, conform teoriei neoclase a riscului, este condiționată de utilitatea marginală. Aceasta înseamnă, că în prezența a două variante, de exemplu, investițiile care dau același beneficiu așteptat, antreprenorul va alege varianta, în care fluctuațiile profitului așteptat sunt mai mici. Dacă se acceptă un număr mic de decizii de același tip, nu se poate considera că diferențele de profit vor fi egalizate mutual, pentru că în acest caz legea numerelor mari nu va mai funcționa. Iată de ce antreprenorul, luând decizia, trebuie să ia în considerație fluctuațiile profitului și să aleagă varianta de decizie, care dă același rezultat, dar care se caracterizează printr-o fluctuație mai mică.

Conform teoriei neoclase, pentru antreprenor, același profit, dar legat de eventuale fluctuații, este mai puțin interesant.

Dezvoltarea ulterioară a acestei teorii neoclase a riscurilor a fost continuată de către economistul ungar N. Batchkai, D.Mescent etc. Ei vedeau esența riscului în posibilitatea de deviație față de scopul, grație căruia a fost luată decizia.

Analiza literaturii dedicată problemelor riscului, a astfel de autori ca A. Abciuc, A.Alighin, S.Jiznin, Iu. Osipov, B.Raisberg, S.Vladaicev, arată că între investigatori nu există o opinie comună în ceea ce privește riscul.

Abciuc și Alighin definesc riscul ca activitate sau acțiune a “înlăturării incertitudinii”. Rastrighin și Raisberg definesc riscul drept “prejudiciu, pierderi posibile” conducându-se de teoria clasică a riscului patronal.

Analiza numeroaselor definiții ale riscului permit de a releva momentele principale, care sunt caracteristice situațiilor de risc ca:

- ✓ Caracteristicile accidentale ale evenimentelor
- ✓ Prezența soluțiilor alternative
- ✓ Sunt cunoscute sau pot fi calculate probabilitățile rezultate așteptate
- ✓ Probabilitatea aparițiilor pierderilor

- ✓ Probabilitatea de a avea un profit suplimentar

Astfel categoria riscului se poate defini ca pericolul apariției pierderii, potențial posibil, probabil, a resurselor sau ca atingerea unui venit mai mic decât cel calculat în varianta utilizării raționale a resurselor în aspectul dat al activității patronale.

Altfel spus, riscul este probabilitatea faptului că antreprenorul va avea pierderi în materie de cheltuieli suplimentare sau va avea venituri mai mici decât cele așteptate.

Dat fiind faptul că, consecințele riscului se mai des drept pierderi financiare sau drept imposibilitatea recepționării profiturilor așteptate, riscul nu este doar rezultatul nedorit al deciziilor luate.

În unele proiecte de investiții există nu numai pericolul de a nu atinge rezultatul așteptat, dar și probabilitatea de a exceda beneficiul așteptat (cazul companiilor de telefonie mobilă din România).

În aceasta consistă riscul patronal care se caracterizează prin combinarea posibilității de a achiziționa rezultate nedorite la fel de bine ca devierea favorabilă a rezultatelor planificate.

Tot ce a fost spus mai sus caracterizează categoria “risc” din punct de vedere calitativ, dar crează baza pentru un transfer al noțiunii “risc patronal” într-o noțiune cantitativă. În concluzie, dacă riscul este pericolul pierderii resurselor sau veniturilor, există măsura cantitativă definită prin nivelul absolut sau relativ al pierderilor. În expresie absolută riscul poate fi definit prin *marimea pierderilor posibile în expresie fizică sau a prețului, și prejudiciul poate fi astfel măsurat.*

În expresie relativă, riscul este definit ca mărimea pierderilor posibile adus la o bază oarecare. Ea poate fi sau starea patrimonială a antreprenorului, sau cheltuielile totale legate de aspectul întreprinderii, sau venitul așteptat.

1.2. Aparențele obiective și subiective ale riscului

Riscul este elementul, din punct de vedere obiectiv, inevitabil al acceptării a oricărei decizii economice în virtutea faptului că incertitudinea este o caracteristică inevitabilă a condițiilor de gestiune. În literatura economică, destul de des nu se face diferența între noțiunile de “risc” și “incertitudine”. Din punctul meu de vedere ele trebuiesc delimitate. În realitate prima caracterizează o situație, când apariția unui eveniment incert este foarte probabilă și poate fi estimată, iar a doua – când probabilitatea apariției a astfel de evenimente este imposibil de estimat din timp. În situația reală decizia acceptată de către antreprenor este asociată aproape întotdeauna de risc, care este condiționat prin prezența unei serii de factori de incertitudine inițial neprevăzută. Pentru înțelegerea naturii riscului personal o semnificație fundamentală are legătura între risc și profit.

Adam Smith în lucrarea sa “Studiul asupra naturii bogăției oamenilor” remarcă, că obținerea chiar a unui profit ordinar este întotdeauna legată de risc mai mult sau mai puțin mare. Se știe că obținerea de profit nu este garantată antreprenorului. După timpul pierdut, efortul depus el poate obține beneficii sau, în egală măsură pierderi.

P.Heine în lucrarea “ Modul economic al gândirii” subliniază: “beneficiul se prezintă, în rațiunea incertitudinii, în absența căreia toți doritorii de a obține un profit, știind acest fapt, toate posibilitățile de obținere de beneficiu vor fi folosite în totalitate și, deci, profiturile vor fi peste tot egalate la zero.

Astfel, în absența incertitudinii orice divergență între câștig și cheltuieli va fi eliminată în procesul concurenței, iar beneficiul se va egala cu zero.

În lumea reală, schimbătoare, și din această cauză incertă, astfel de lucruri nu se întâmplă.

Antreprenorul manifestă bunăvoința de a risca în condițiile incertitudinii, pentru că pe de altă parte a riscului și pierderilor se află posibilitatea câștigului.

Schumpeter în cartea sa “ Teoria dezvoltării economice (Studiul profitului, capitalului, procentului și ciclului de conjunctură)” scrie că dacă riscurile nu sunt luate în vedere pe plan economic, atunci ele devin sursă de pierderi, pe de o parte, și surse de venit pe de altă parte. Se pot alege decizii cu un

grad de risc mai mic, dar în acest caz și beneficiul va fi mai mic.

În figura 1 este arătată dependența între risc și profit.

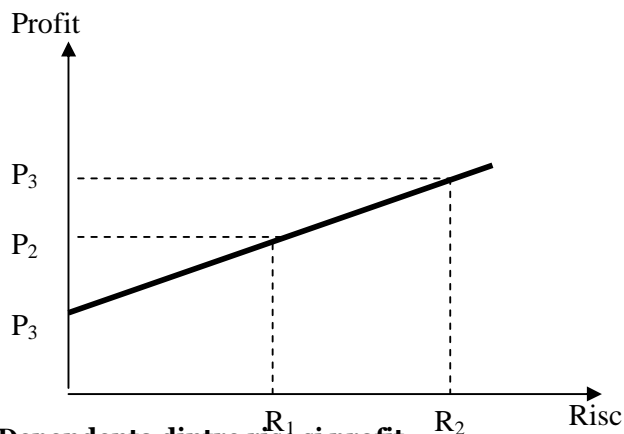


Figura 1. Dependența dintre risc și profit

Din acest grafic se vede că riscul nu asigură venitul cel mai mic, iar cu cât riscul crește, beneficiul crește și el.

Trebuie de remarcat faptul că antreprenorul poate înlătura riscul pentru alte subiecte economice, dar să-l evite în întregime îi este imposibil. Se crede pe bună dreptate: cine nu riscă, acela nu câștigă. Altfel fiind spus pentru a obține profit antreprenorul trebuie să accepte să ia o decizie riscantă.

Se poate spune cu certitudine că riscul și incertitudinea joacă un rol foarte important în activitatea economică, cuprinzând contradicția între planificat și real, adică sursa dezvoltării activității de antreprenariat. Riscul patronal are o bază obiectivă din cauza incertitudinii care provine din exteriorul

întreprinderii. Mediul extern cuprinde condițiile economice obiective, sociale și politice, în cadrul cărora societatea își desfășoară activitatea, fiind obligată să se adapteze dinamismului acestora. Incertitudinea situației este predeterminată de dependența multitudinii de variabile, de agenți și persoane, conduita cărora nu poate fi întotdeauna prevăzută cu o exactitate acceptabilă. Afectează în egală măsură lipsa de claritate în definirea scopurilor, criteriilor și parametrilor estimării lor (schimbările în ceea ce privește nevoile publice și cererea de consum, apariția inovațiilor tehnice și tehnologice, schimbarea conjuncturii pieței, fenomene naturale imprevizibile).

Întreprinderea este întotdeauna legată de imprevizibil și incertitudinea conjuncturii economice care decurge din inconstanța ofertei /cererii de bunuri, de bani, de factori productivi, din varietatea criteriilor de preferință de investiție a mijloacelor, din modicitatea de cunoștințe în domeniile business-ului și comerțului și din mai multe alte circumstanțe.

Conduita economică a antreprenorului în condițiile unei economii de piață se bazează pe activitatea aleasă, pe riscul acesteia, realizabil individual, în cadrul posibilităților sale, care decurge din acte legislative. Fiecare participant la relațiile de piață este inițial privat de garanția succesului: cota de piață, stabilitatea puterii de cumpărare, accesibilitatea la resursele industriale, constanța normelor juridice etc.

Realitatea activității patronale constă în lupta cu concurenții – producători, pentru clientelă, organizația patronală fiind nevoită să vândă producția în credit (cu riscul de nerambursare a sumelor de bani la scadență), la prezența de disponibilități temporar libere, de a le depune la banci sau de a procura titluri de participare (cu riscul de a obține o dobândă insuficient de mare față de ritmul inflației), la executarea operațiunilor de export-import de a se lovi de necesitatea de a opera cu diverse tipuri de valută (cu riscul de a pierde într-o conjunctură nefavorabilă a ratei de schimb) etc.

În fața riscului patronal, antreprenorul este acompaniat de libertatea celorlalți antreprenori, deci, pe măsura dezvoltării relațiilor de piață, riscul și incertitudinea vor fi prezente. Este imposibil de înlăturat incertitudinea din viitorul activității patronale, pentru că ea este un element al realității obiective. Riscul este inerent întreprinderii și constituie o parte integrantă a vieții economice. Pînă acum noi ne-am referit numai la partea obiectivă a riscului patronal. Este adevărat că riscul este legat de procesul real al economiei. Obiectivitatea riscului este legată de prezența anumitor factori, a căror existență nu depinde de acțiunile antreprenorului. În același timp oamenii de știință elaborează abordarea subiectivă a riscului. Astfel, V.Oighenziht în lucrarea sa “Problema riscului în dreptul civil” se bazează pe subiectivitatea riscului pentru că ea se realizează prin intermediul persoanei. Un astfel de punct de vedere nu este lipsit de sens. Pînă la urmă antreprenorul este acela care estimează situația, formează multitudinea de căi posibile și prezintă probabilitatea îmfăptuirii lor, făcînd alegerea din multitudinea de alternative. Plus la aceasta perceperea riscului depinde de fiecare persoană în parte cu caracterul său propriu, mentalitatea sa, particularitățile sale psihologice și nivelul său de cunoștințe în domeniul dat.

Pentru un antreprenor mărimea riscului poate fi acceptabilă, pecînd pentru altul – nu. Conform standardelor americane, oamenii se împart în două categorii: riscanți și mai prudenți, luînd decizii cu un grad minim de risc. Pentru antreprenor este important să știe din ce grup face parte, iată de ce pentru definirea dispoziției față de risc psihologii elaborează diverse teste.

Estimarea riscului și alegerea deciziei depinde mult de persoană. Aceeași situație de risc este caracterizată de antreprenori diferiți inegal, deoarece este percepută individual.

Deciziile riscante sunt evitate de către antreprenorii de tip conservatist, care nu sunt adepți ai inovațiilor.

În prezent se pot identifica două forme de întreprinderi. Mai întîi sunt organizațiile comerciale fondate pe principii economice vechi. Într-o situație de incertitudine antreprenorii de acest tip evită riscul, ținînd sp se adapteze condițiilor de gestiune.

A doua formă este reprezentată de către noile structuri patronale, care se caracterizează prin contacte orizontale dezvoltate și o specializare largă. Acest tip de antreprenori sunt gata să riște, și într-o situație de risc, sunt capabili să găsească foarte repede parteneri noi. În luarea deciziei, legată de un oarecare risc, un rol important îl joacă nivelul de informare, experiența, calificarea etc. Antreprenorul este dispus să riște dacă este sigur pe profesionalismul interpreților. De asemenea bunăvoința de a risca, într-o mare parte este stabilită de efectul rezultatelor deciziilor anterioare, luate în aceleași condiții. Erorile comise în situații analogice dictează luarea unei decizii mai prudente. Decizia luării unei decizii mai riscante depinde, pentru antreprenorul care trebuie să o ia, de preferințele între rentabilitatea mijloacelor investite în acest proiect (media pentru o perioadă considerabilă de timp) și securitatea lor, care este înțeleasă, la rîndul său, drept evitarea riscului.

Aceste preferințe sunt reflectate de obicei în așa-zisa hartă a preferințelor între eficacitatea comercială a mijloacelor investite așteptată, adică rentabilitatea și riscul lor.

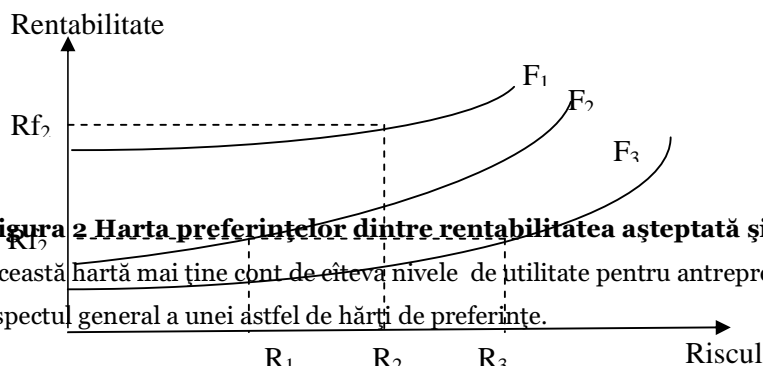


Figura 2 Harta preferințelor dintre rentabilitatea așteptată și riscul proiectului

Această hartă mai ține cont de câteva nivele de utilitate pentru antreprenor. În figura 2 este reprezentat aspectul general a unei astfel de hărți de preferințe.

Curbele pe această hartă au o înclinare pozitivă pentru că criteriile comparate sunt unul – pozitiv și unul – negativ. Curba reprezentată poartă denumirea de “curbă de indiferență, pentru că fiecare dintre ele reflectă prin puncte aceeași preferință pentru antreprenor la nivelul dat de satisfacere a perechii eficacității așteptate și riscului deciziei.

Se pot obține câteva nivele de acceptabile de satisfacere. În figura 2 există trei nivele, cel mai jos fiind F1, iar cel mai înalt – F3. Nivelul F1 este mai jos decât F2 pentru că același randament așteptat pentru decizia în primul caz (pentru F1), nivelul riscului R3 este mai mare decât cel al riscului R1 din cazul 2 (pentru F3). Combinația între rentabilitatea așteptată a deciziei și risc, marcată printr-un punct pe curba preferințelor egale pentru nivelul F3, este deci, din cauza unui randament așteptat de plasare la decizia dată (chiar dacă și riscul este cel mai mare) mai atractiv pentru antreprenor, corespunzând celui mai înalt nivel de utilitate pentru el. Harta preferințelor pentru antreprenor trebuie să fie construită fie de el însuși, fie cu ajutorul experților care o vor face empiric, adică în baza tratării datelor de analiză a deciziilor, care au fost acceptate mai devreme.

1.3. Clasificarea și caracteristicile riscurilor

Complexitatea clasificării riscurilor consistă în diversitatea lor. Societățile se lovesc de risc de fiecare dată, când trebuie luată o decizie fie curentă, fie pe termen lung.

Variatatea riscurilor este foarte mare – începând cu incendiile și cataclismele și terminând cu conflicte interetnice, schimbări legislative privind reglarea activității patronale, și fluctuațiile inflaționiste. În afară de aceasta dezvoltarea economică și politica lumii moderne aduc aspecte noi ale riscului, care sunt deseori destul de greu de definit sau de estimat cantitativ. Transnaționalizarea afacerilor este acompaniată de crearea de relații complexe financiare și industriale.

Există “un efect domino” care în caz de faliment al unei companii atrage o serie de falimente succesive a companiilor legate de cea falită. Informatizarea și automatizarea activității economice a organizațiilor patronale atrage posibilitatea pierderilor cauzate de defaiianța sistemului informatic. O importanță deosebită în ultimii ani o au riscurile legate de factori politici, pentru că în cazul producerii ei aduc pierderi importante întreprinderilor.

În literatura de specialitate consacrată problemelor întreprinderii, nu există o clasificare a riscurilor foarte bine definită. Există o multitudine de variante vizînd clasificarea riscurilor.

I.Schumpeter distinge două aspecte ale riscului:

- ✓Riscul legat de eșecul tehnic posibil al producerii, pericolul pierderii bunurilor, provocat de cataclisme;
- ✓Riscul legat de absența succesului comercial

Iu. Osipov distinge trei aspecte a riscului de antreprenoriat:

- ✓Inflaționist
- ✓Financiar
- ✓Operațional

La rîndul său S. Vladaițev împarte riscurile în două grupe: comercial și tehnic.

PJB Risk Management propune clasificarea următoare:

În cazul realizării unui risc, supraviețuirea unei întreprinderi este compromisă, iar pierderile financiare sunt considerabile.

În practică, este foarte dificil de a se feri de toate aceste riscuri, dar, cel puțin el trebuie să fie identificate și mai mult, trebuie de știut cum să le faci față măcar celor mai periculoase.

Întreprinderea se confruntă cu două feluri de riscuri:

✓Riscuri interne

✓Riscuri externe

În continuare vom prezenta câteva riscuri externe și caracteristicile lor.

1.3.1. Riscul politic

Riscul politic este posibilitatea apariției pierderilor sau a micșorării veniturilor din cauze provocate de politica de stat. Astfel, riscul politic este legat de schimbările posibile a direcțiilor prioritare ale activității guvernamentale. Luarea în vedere a acestui aspect al riscului are o particularitate importantă în țările cu o legislație slabă.

Riscul politic este cu eminență inerent activității patronale, nu poate fi evitat, poate fi doar luat în vedere și estimat.

Trebuie remarcat că tentative de acest gen au fost luate încă din secolul XIX. Astfel, bancherul Rothschild a organizat un sistem de informații asupra evenimentelor politice într-o astfel de manieră încît primea informații asupra acestora cu câteva zile mai devreme decît guvernul.

Noțiunea de risc politic a apărut în vocabularul corporațiilor americane în 1959 după accesul la putere al lui Fidel Castro în Cuba. Una din primele lucrări privind această problemă este cartea scrisă de F.Rooth "Afacerile SUA în străinătate și riscul politic". În ea autorul analizează riscul politic, care afectează activitatea companiilor americane în alte țări.

Importanța influenței riscului politic asupra rezultatelor economice ale societății este subliniată prin faptul, că a fost creată o rețea mondială de centre analitice specializate cu caracter comercial și non-comercial pentru analiza și estimarea riscurilor politice.

În țările dezvoltate se numără peste 500 de astfel de centre, cea mai mare parte a lor fiind în SUA.

Riscul politic poate fi divizat în 4 Grupe:

- ✓ Riscul de naționalizare și expropriere fără compensare adecvată;
- ✓ Riscul de transfer legat de restricții posibile asupra convertirii valutei în monedă locală;
- ✓ Riscul rezilierii unor contracte din cauza acțiunilor autorităților statale în care se află compania contractantă
- ✓ Riscul acțiunilor militare sau a dezordinilor publice

Riscul de naționalizare în practica este interpretat de către antreprenori foarte larg – de la expropriere pînă la recumpărare obligatorie de către autorități a bunurilor companiei sau, mai simplu, restricția accesului investitorilor către gestiunea activelor. La estimarea riscului de naționalizare problema constă în faptul, că autoritățile nu fac niciodată publică posibilitatea exproprierii sau a naționalizării. Ca urmare nici un document nu definește exact distincția între naționalizare și confiscare.

Riscul de transfer este legat de schimbul monedei locale în valută.

Ultimul grup de riscuri politice este riscul acțiunilor militare și dezordinilor publice, în urma cărora unele societăți pot avea pierderi substanțiale sau chiar falimenta. Un exemplu recent poate servi situația din Iugoslavia.

Riscul politic mai poate fi divizat în regional, de stat, internațional. Riscul politic de stat reprezintă instabilitatea situației politice interne a unei țări, avînd asupra rezultatului activității societăților comerciale rezidente, de unde pot rezulta agravări ale stării financiare ale acestora, uneori chiar falimentul.

În principal aceasta afectează întreprinderile mici și mijlocii, pentru că tensiunea situației politice aduce la ruperea relațiilor economice care se reflectă asupra activității întreprinderilor mici și mijlocii și le aduce la limita falimentului ca urmare a lipsei de materie primă și/sau echipamentelor.

Prin risc regional politic trebuie de înțeles instabilitatea într-o regiune oarecare, care influențează asupra rezultatului activității societăților comerciale.

Luarea în vedere a riscurilor internaționale politice este importantă pentru societățile avînd activități pe piețele internaționale și pentru firmele care au parteneri străini.

Deoarece antreprenorul nu poate influența riscurile politice, pentru că apariția lor nu depinde de rezultatele activității sale, ele trebuie plasate în grupa riscurilor externe.

1.3.2. Riscul operațiunilor în valută

Comaniile angajate în comerț cu alte țări nu pot factura produsele sau furniturile în totalitate în valută națională. Imediat ce vânzările sunt facturate în valută, intervine riscul operațiunilor în valută. În opinia lui Milan Kurb riscurile cele mai importante sunt: riscul de translare, riscul de tranzacție și riscul economic.

Riscul de translare

Riscul de translare este cunoscut deasemenea și sub denumirea de risc de schimb și se referă la riscul de pierdere sau câștig când activul, pasivul și profitul unei filiale sunt transferate în valută străină, în care se ține evidența filialei, în monedă națională a companiei-mame.

Aceste pierderi sunt reale în măsura în care ele influențează profitul și pierderile generale ale companiei-mamă și impozitul pe venit. Din alt punct de vedere, aceste pierderi nu sunt reale pentru că ele provin dintr-o convenție contabilă. După Milan Kubr schimbarea bazei contabile poate transforma o pierdere de translare într-un câștig de translare. Pentru o analiză pertinentă trebuie de știut regulile curente ale autorităților fiscale ale țării filialei, la fel și gradul de libertate care legislația îl permite în țara filialei și în țara companiei-mamă.

Riscul de tranzacție

Este un risc care poate apărea de fiecare dată o companie se angajează într-o de vânzare sau cumpărare, operată în valută, când există riscul de câștig sau pierdere dacă valoarea valutei respective se schimbă în comparație cu moneda locală a companiei.

Riscul de tranzacție depinde de stabilitatea monetară a țării. Grație riscului de tranzacție un partener câștigă, iar altul înregistrează pierderi. Există însă modalități contractuale de a evita acest tip de risc.

1.3.3. Riscul contractual

Riscurile sinalagmatice în general

În România acest de tip de riscuri s-au ocupat R.R.Popescu, V. Babiuc, I.L.Georgescu. În concepția acestor autori problema riscului se pune pe un aspect dublu: riscul vizînd contractele în general și riscurile privind bunurile vîndute prin contract translativ de proprietate.

Problemele riscului se limitează la cunoașterea dacă, în ipoteză, una dintre părți nu poate executa obligația sa din cauza unui caz fortuit sau o forță majoră, cealaltă parte rămîne obligată să-și îndeplinească obligația sa. Interdependența celor două părți contractante, caracteristică contractelor sinalagmatice, ordonă soluția de încetare a obligației corelative a unei părți, dacă un caz fortuit sau o forță majoră face imposibilă executarea obligației revenită celeilalte părți. Riscurile revin în seama debitorului, obligația fiind imposibil de executat – “res perit debitori”. Obligația părții spre care este imposibil de făcut prestația, dintr-un motiv independent voinței celeilalte părți, rămîne fără cauză.

Riscurile în contractele de vânzare

Cînd ne referim la riscurile unui bun vîndut, profesorul I.L.Georgescu apreciază că trebuie să se răspundă la două întrebări:

- ✓ Că trebuie de început de la faptul cine suportă pierderea bunului, în perioada posteroară acordului de bunăvoință și momentului livrării.

- ✓ Cumpărătorul rămîne sau nu obligat să plătească prețul.

Pentru a soluționa acest aspect nou al problemei riscurilor, autorul menționat consideră regula incontestabilă a dreptului roman (la fel și a celui neolitan), că simplul acord de bunăvoință are ca efect transferul proprietății de la vânzător spre cumpărător. Astfel, se consideră că, în momentul acordului de bunăvoință, vânzătorul și-a îndeplinit obligația, nu mai este proprietarul bunului, de unde consecința elementară, dacă bunul este pierdut, aceasta nu va afecta vânzătorul, conform regulei “res perit domino”.

Pentru a demonstra valabilitatea acestei reguli, profesorul I.L. Georgescu pleacă de la principiul “res perit creditor”, care a fost conservat deasemenea în dreptul vechi francez. Ca argument este citat Pothier: “este un principiu stabilit că în momentul în care contractul de vânzare este perfectat, bunul vîndut trece în riscul cumpărătorului, chiar dacă acesta încă nu a fost livrat”.

Între noțiunea de risc și cea de proprietate există de asemenea atît interdependență cît și concomitență.

Pierderea eventuală care survine între momentul acordului de bunăvoință și livrarea efectivă spre cumpărător, nu exonerează plata prețului pentru că vânzătorul și-a efectuat obligațiunea, rămînînd ca, cumpărătorul să si-o îndeplinească pe a sa și, în consecință, sa plătească prețul.

În concepțiile specialiștilor în drept, regula de suport pentru riscul bunul vîndut, formulat în întregime, trebuie să fie cuprinsă într-un sens mai larg.

Astfel sunt în sarcina proprietarului – cumpărătorului prin efectul oricărui contract de aliniere la proprietate – nu numai riscurile materiale, care au ca urmare pierderea integrală a bunului, dar de asemenea degradarea sau pierderea parțială, la fel și evenimentele care au o influență juridică asupra bunului ca noile impozite, în intervalul de timp scurs între momentul acordului de bunăvoință și livrării efective, sau exproprierea pentru o cauză a utilității publice.

În doctrina modernă a dreptului proprietății, inconvenientele automatizării trecerii riscurilor odată cu transmiterea proprietății, se preconizează restrîngerea prin transferului riscurilor de la livrarea mărfii și nu de la transmiterea proprietății. În consecință se va renunța la regula “res perit domino”. În prezent această soluție este larg aplicată în comerțul internațional; trebuie făcută observația: acest principiu nu este la dorința părților decît în măsura tăcerii.

Inechitățile care apar cînd cumpărătorul suportă pierderile dacă bunul rămîne la vânzător pot determina părțile să prevadă ca riscurile să-l privească pe cumpărător numai din momentul livrării.

Riscul la vînzarea în condiții suspensive

În codul civil articolul care reglementează problemele vizînd riscurile generate de către vînzările în condiții suspensive se bazează pe principiul “pendante conditionne”, adică înainte producerii unui eveniment viitor și incert, de care depinde apariția obligațiunii, bunul rămîne în riscul debitorului, adică vânzătorului.

Soluția este conformă principiilor și mecanismelor practice ale operațiilor. Vânzarea nu este perfectă în această porțiune de timp, iar bunul rămâne în patrimoniu vânzătorului. El este acela care trebuie să suporte pierderile. Dacă condiția se realizează, în loc ca acest eveniment să aibă ca efect de a da eficacitate actului din momentul apariției sale, el produce, din contră, consecința de reziliere a contractului “ex tunc”. Se derogă astfel din principiul retroactivității condiției, care impune că prin realizarea condiției, cumpărătorul să fie considerat proprietarul bunului din momentul încheierii contractului.

Soluția expusă presupune că pierderea bunului s-a produs fără culpa vânzătorului și că ea este totală. Când pierderea este parțială și nu este imputabilă vânzătorului, acest articol al codului civil, dispune că cumpărătorul este obligat de a lua bunul în starea în care acesta se află, plătind prețul integral. În acest caz riscul este în sarcina sa și, deci, principiul concomitenței trecerii proprietății și riscurilor își reiau vigoarea.

În situația când pierderea, totală sau parțială, s-a produs din culpa vânzătorului, cumpărătorul are la dispoziție facilitatea de alegere între cererea de reziliere a contractului sau să ia bunul în starea în care acesta se află, cu dreptul la despăgubiri pentru pierderile produse. În aceeași manieră se asimilează pierderea din deteriorarea bunului și alte evenimente, care împiedică transferul proprietății ca fiind rolul sau punerea în aplicare a unor norme juridice, ca de exemplu, exproprierea.

Riscul la vânzările în condiții rezolutorii

Conform principiilor care reglementează efectele condițiilor rezolutorii, dacă evenimentul viitor și incert, căruia îi este supusă rezilierea contractului se adaugă, riscul, la care bunul este expus pînă la această dată este în sarcina cumpărătorului. Explicația soluției are la bază următoarele considerente:

- ✓ Contractul de vânzare în condiții rezolutorii este un contract perfect din momentul acordului de bunăvoință
- ✓ Contractul este translativ de proprietate de la vânzător la cumpărător deasemenea grație concomitenței sau sincronizării transmiterii proprietății împreună cu transmiterea riscului.

Dacă condiția se realizează , fără ca bunul să fie pierdut între momentul acordului de bunăvoință și momentul livrării, vânzătorul trebuie să restituie prețul, iar cumpărătorul, bunul. Când bunul este pierdut printr-un caz fortuit vânzătorul este exonerat de restituirea prețului.

Riscul contractual când vânzătorul este în întârziere

Cazurile tratate mai jos, conform principiilor expuse, prevăd din momentul acordului de bunăvoință ca proprietatea și riscurile să treacă concomitent de la vânzător la cumpărător. Riscurile îl privesc pe cumpărător deoarece el este proprietarul.

Dar dacă vânzătorul întârzie livrarea și cumpărătorul îi adresează o somație îl pune în întârziere, principiul nu poate fi respectat și riscurile rămân în sarcina vânzătorului. Ca urmare, dacă obiectul

contractului va dispărea înainte de livrarea, pierderea va fi suportată de către vânzător, iar cumpărătorul este exonerat de obligația de a plăti contravaloarea contractului.

Riscul la vânzarea bunurilor viitoare

În acest caz se aplică regula concomitenței trecerii proprietății și riscurilor. Dificultatea care apare este aceea, că în cazul unui contract complex, definirea ei va avea loc prin principiul prevalenței unui raport prin altul, aplicând regula “accessorium sequite principalem”. Odată precizată natura juridică a acestor rapoarte, el vor fi aplicate:

- ✓Principiile care guvernează riscurile bunului, dacă rezultatul calificării este un contract de vânzare
- ✓Principiile care guvernează riscurile contractuale, în general dacă operațiunea a fost calificată drept contract de întreprindere

În primul caz riscurile vor viza proprietarul, iar în al doilea – antreprenorul.

Riscurile la vânzările bunurilor aparținând persoanelor terțe

În cazul vânzării unui bun aparținând unei persoane terțe nici proprietatea nici riscurile nu pot trece în momentul acordului de bunăvoință pentru că în acel moment bunul care face obiectul vânzării aparține unei persoane terțe. Transmiterea va avea loc în momentul în care bunul va fi obținut și livrarea va fi efectuată.. Până la acea dată însă bunul nu va fi la riscul vânzătorului, deoarece el nu devenit, prin achiziție, proprietar.

Evident, el nu va fi nici la riscul cumpărătorului, pentru că nici el nu este proprietar, bunul nefiind trecut în patrimoniul său.

Riscul la vânzările cu păstrarea proprietății

Rigoarea principiilor expuse mai sus impune soluția simplă și logică, proprietatea aparține vânzătorului pentru că el și-a rezervat acest drept prin convenție. Paralelismul proprietate-risc se regăsește la fel de bine și în acest caz. Această soluție este inechitabilă pentru unii specialiști, ținând cont că bunul se nu află în posesia vânzătorului, dar a cumpărătorului, care prin uzaj abuziv (sau alte efecte), ar determina pierderea sau deteriorarea bunului. Se propune drept soluție înlocuirea, în acest caz, formulei concomitenței între proprietate și risc cu concomitența uzajului și riscului. Această ultimă abordare are drept rezultat punerea în sarcina cumpărătorului riscul, chiar dacă el este deținătorul precar până la data ultimului termen de plată.

În dreptul belgian, față de ceea ce s-a descris anterior se merge mai departe. Astfel, vânzarea în rate este considerată ca vânzare la termen în ceea ce privește plata părții restante din preț, la concluzionarea

contractului și transferului de proprietate. S-a căutat reconstituirea vânzării cu păstrarea proprietății, dându-și silința de a intra în cadrul vânzării la termen, în care termenul vizează nu transferul dreptului dar transferul conținutului. Proprietatea va fi transmisă, în acest caz, prin convenție, dar va fi limitată de un termen. Această construcție este artificială și, în consecință, principiul de legătură între proprietate și risc trebuie menținut cu toată rigoarea consecințelor sale.

Pentru a evita abuzul cumpărătorului ar fi bine ca părțile să stipuleze special trecerea riscurilor în seama cumpărătorului, care posedă bunul. Producătorul bunurilor vândute în rate va lua în acest sens o serie de măsuri de securitate, printre care una din cele mai cunoscute este instalarea unui sigiliu care atestă integritatea bunului.

1.3.4. Riscul comercial

Riscul comercial este un risc care apare în procesul realizării bunurilor și serviciilor, produse sau cumpărate de către antreprenor. Cauzele principale ale apariției acestor riscuri sunt:

- ✓ Reducerea volumului de producere ca urmare a micșorării cererii asupra acestui bun datorită înlocuirii lui cu alte bunuri-concurente, introducerea restricțiilor pentru vânzări.
- ✓ Mărirea prețului de achiziție a materiei prime.
- ✓ Reducerea neprevăzută a volumului de vânzări față de cel prevăzut, care micșorează volumul întregii operații și ridică cheltuielile pe unitate de produs.
- ✓ Pierderile cauzate de cheltuieli de circulație în comparație cu cele prevăzute în urma plății amenzilor, taxelor neprevăzute care conduc la diminuarea profitului societății.
- ✓ Diminuarea calității mărfii în urma procesului de circulație (transport, depozitare), care conduce la micșorarea prețului acesteia.

Riscul comercial cuprinde:

- ✓ Riscul legat de realizarea mărfii sau serviciilor pe piață
- ✓ Riscul legat de transportarea mărfii
- ✓ Riscul legat de recepționarea mărfii sau serviciilor de către cumpărător
- ✓ Riscul legat de capacitatea de plată a cumpărătorului
- ✓ Riscul în circumstanțe de forțe majore

Trebuie de evidențiat riscul în transport. Clasificarea sa a fost concepută pentru prima dată în 1936. În prezent diversele riscuri legate de transport sunt clasificate în patru grupe: E, F, C, D.

Grupa E se referă la situația, când furnizorul (vînzătorul) ține marfa în stocul propriu (ExWorks). Riscul este asumat de către furnizor pînă în momentul acceptării mărfii de către cumpărător. Riscul transportării este acceptat deja de către cumpărător.

Grupa F conține trei situații concrete de delegare a responsabilității și, deci respectiv, a riscurilor:

✓ FCA înseamnă că responsabilitatea și riscul pentru marfă trece de la furnizor la cumpărător în momentul transmiterii mărfii în locul stabilit;

✓ FAS înseamnă că responsabilitatea și riscul mărfii trece de la furnizor la cumpărător în portul, stabilit prin contract;

✓ FOB înseamnă că vînzătorul își retrace responsabilitatea după descărcarea mărfii de pe bordul navei.

Grupa C se referă la situația cînd merge vorba despre export. Vînzătorul încheie cu cumpărătorul un contract de transport, neasumîndu-și nici un risc. Acestea sunt situațiile următoare:

- CFK înseamnă că vînzătorul plătește costul transportului pînă la portul de sosire, dar riscul și responsabilitatea privind integritatea mărfii și cheltuielile suplimentare sunt asigurate de către cumpărător;
- CIF înseamnă că exceptînd obligațiile, ca în cazul CFR, vînzătorul asigură și plătește asigurarea riscurilor în timpul transportării;
- CPT înseamnă că vînzătorul și cumpărătorul împart între ei riscul și responsabilitățile. La un moment stabilit (de obicei un punct intermediar de transport) riscurile trec integral de la vînzător la cumpărător;
- CID înseamnă că riscurile trec de la vînzător la cumpărător într-un punct intermediar de transport definit, dar, în afară de aceasta vînzătorul asigură și plătește asigurarea mărfii.

Ultima grupă de termeni – D înseamnă că toate riscurile de transport revin vînzătorului. La această grupă se referă următoarele situații:

- DAF înseamnă că vînzătorul își asumă riscurile pînă la frontiera unui stat oarecare. Mai departe riscurile sunt în sarcina cumpărătorului;
- DES înseamnă că transmiterea riscului de la vînzător la cumpărător trece la bordul corabiei;
- DEQ înseamnă că transmiterea riscurilor se petrece în momentul sosirii în portul de descărcare;
- DDU înseamnă că vînzătorul își asumă riscurile de transport pînă la locul definit prin contract, (cel mai des depozitul);

- DDP înseamnă că vânzătorul este responsabil pentru riscurile de transport pînă la locul definit pe teritoriul cumpărătorului, dar cumpărătorul le plătește.

1.3.5. Riscurile de inovație

Riscul de inovație este deosebit de important în activitatea economică, care se află la etapa de mărire a capitalurilor alocate atît pentru producerea bunurilor și serviciilor, cît și pentru crearea noutăților.

Riscul de inovație reprezintă probabilitatea pierderilor care pot survine în urma plasării de resurse financiare în producerea bunurilor și serviciilor noi, care probabil nu-și vor atinge nivelul de cerere așteptat pe piață. Riscul de inovație apare în situațiile următoare:

✓ La implementarea metodelor mai puțin costisitoare în producerea mărfurilor sau serviciilor față de cele deja utilizate. Acest tip de investiții vor aduce societății un profit temporar, cît timp ea va fi singura posesoare a tehnologiei date. În această situație societatea se confruntă numai cu aspectul risc – estimare, posibil incorectă a cererii referitoare la acest bun.

✓ La crearea unui bun sau serviciu nou cu ajutorul unei tehnici sau tehnologii noi. În acest caz prin riscul de inovație se înțelege riscul că noul bun sau serviciu nu va găsi cumpărători; riscul de non-conformitate cu noul echipament și tehnologii cu cererile de producere necesare pentru acest bun sau serviciu nou; riscul de imposibilitate de vânzare a echipamentului creat, pentru că el nu convine pentru producerea altor bunuri, în caz de eșec.

În literatura despre teoria economică putem întâlni des termenii de “risc înalt” și “risc jos”. În acest caz nivelul riscului depinde de raportul între volumul pierderilor așteptate și volumul de active ale întreprinderii, încît probabilitatea pierderilor să se producă.

Trebuie de menționat că riscul de inovație este strîns legat de riscul de marketing, deoarece specialiștii în marketing studiază atitudinea incertă a consumatorului, în condiții de informații dificil controlabile. Necesitățile, motivarea și fantezia cumpărătorilor sunt exemple de incertitudine care ridică riscul de marketing.

Analiza acestui risc se aplică cu scopul de a lua decizii care ar limita riscul în domenii destul de complexe cum ar fi lansarea produselor noi, investiții, perfecționarea produselor etc.

*“Trăiește din venit, chiar dacă trebuie
să faci împrumuturi pentru aceasta”*

Billings.

CAPITOLUL II

TEHNICI DE ANALIZĂ A RISCULUI FINANCIAR

2.1. Structura capitalului și livierul financiar

Orice firmă pentru finanțarea activelor sale poate utiliza diferite tipuri de capital. Ponderea fiecărui tip de capital în costul capitalului reprezintă structura capitalului firmei. Modificarea acestor ponderi poate avea influență asupra costului capitalului și în consecință, poate modifica grupul de proiecte de investiții acceptabile. De asemenea, modificarea structurii capitalului poate afecta gradul de risc inerent acțiunilor emise de către companie. De aceea alegerea structurii capitalului se dovedește a fi importantă.

Pentru stabilirea structurii capitalului firma, ca regulă, analizează o serie de factori. Structura obiectivă a capitalului constă din anumite proporții de capital împrumutat, acțiuni preferențiale și capital propriu. Această structură a capitalului este aceea pe care firma ar dori să o utilizeze în finanțarea bugetelor de investiții. Acest obiectiv poate să se modifice în timp, odată cu modificarea condițiilor care au dus la stabilirea lui, dar, în orice moment, echipa managerială a unei firme are în vedere o structură specifică a capitalului și fiecare decizie de finanțare în sine trebuie să se facă în concordanță cu acest obiectiv. Dacă în prezent rata îndatorării este stabilită ca obiectiv, capitalul necesar pentru extindere va fi probabil obținut prin emisiunea de instrumente financiare de credit; dacă rata îndatorării o depășește pe cea stabilită ca obiectiv, capitalul necesar pentru extindere va fi probabil obținut prin emisiunea și vânzarea de acțiuni.

Politica structurii capitalului implică echilibrarea gradului de risc cu rata de rentabilitate. Utilizarea capitalului împrumutat în proporție mai mare determină creșterea gradului de risc al câștigurilor firmei, dar o rată mai mare a îndatorării înseamnă în același timp și o rată de rentabilitate estimată la o valoare superioară.

Structura optimă a capitalului este cea care realizează un echilibru între gradul de risc și rata de rentabilitate estimată și maximizează în acest fel prețul de piață al acțiunilor.

Deciziile privind structura capitalului sunt influențate de câțiva factori:

- **Gradul de risc al afacerilor firmei** sau gradul de risc inerent activelor firmei, dacă nu s-ar utiliza deloc capitalul împrumutat. Cu cât gradul de risc al afacerilor firmei este mai mare, cu atât rata optimă a îndatorării pentru firma respectivă este mai mică.
- **Poziția firmei privind impozitele.** Principalul motiv pentru utilizarea capitalului împrumutat este faptul că dobânda este o cheltuială deductibilă în scopuri fiscale, ceea ce duce la scăderea costului efectiv al capitalului împrumutat.
- **Flexibilitatea financiară,** sau capacitatea de a obține capital în condiții rezonabile, atunci când mediul economic este advers. Trezorerii corporațiilor știu că pentru activități stabile este necesară furnizarea de capital în mod regulat, iar atunci când politica monetară este restrictivă pe întreaga economie, sau atunci când o firmă trece prin perioade dificile, furnizorii de capital preferă să împrumute fonduri companiilor ale căror bilanțuri contabile denotă o poziție puternică. De aceea,

disponibilitatea potențială a fondurilor în viitor și consecințele unei crize de fonduri pot avea o influență majoră asupra structurii obiectiv a capitalului.

Riscul afacerilor reprezintă gradul de risc al unei firme în cazul în care aceasta nu folosește deloc capitalul împrumutat.

Riscul financiar este riscul suplimentar suportat de către acționari ca rezultat a deciziei firmei de a utiliza capitalul împrumutat.

Teoretic, firma are un anumit grad de risc inerent activităților sale. Acesta este riscul afacerilor. Când firma folosește capital de împrumut pentru finanțare, acest risc se concentrează mai ales asupra unei anumite clase de investitori – acționarii.

Riscul afacerilor este definit ca fiind gradul de nesiguranță inerent previziunilor, câștigurilor viitoare generate de active (ROA) – rentabilitatea economică sau de capitalul propriu (ROE) – rentabilitatea financiară, dacă firma nu utilizează finanțare prin capital împrumutat. Este cel mai important determinant al structurii capitalului unei firme.

Fluctuațiile ROE ca regulă sunt rezultatul mai multor factori – înfloriri și recesiuni ale economiei naționale; produse noi și de succes introduse pe piață; greve ale forței de muncă; ș.a.

Riscul afacerilor variază de la o ramură economică la alta; într-o anumită ramură economică, el variază, de asemenea, de la firmă la firmă.

Mai mult, riscul afacerilor se poate modifica în timp datorită modificării structurii competiționale în cadrul ramurii economice respective, a schimbărilor tehnologice sau schimbărilor din societate și a celor din economie în general.

Astăzi, industria și comerțul alimentar cu amănuntul ca exemplu de ramuri economice cu un grad mic de risc de afaceri, în timp ce industriile, ale caror operații sunt ciclice, cum ar fi cea siderurgică, sunt percepute ca având un grad mare de risc al afacerilor.

Gradul de risc al afacerilor depinde de un număr mare de factori, cei mai importanți fiind următorii:

- **Gradul de variabilitate a cererii.** Cu cât cererea pentru produsele unei firme este mai stabilă, toate celelalte variabile fiind considerate constante, cu atât riscul afacerilor pentru firma respectivă va fi mai mic.
- **Variabilitatea prețului de vânzare.** Firmele ale căror produse sunt destinate piețelor cu un grad mare de variabilitate a prețului sunt expuse unui grad mai mare de risc al afacerilor decât firmele asemănătoare ale căror produse au prețuri relativ stabile.
- **Variabilitatea prețurilor factorilor de producție.** Firmele pentru care prețurile factorilor de producție au un grad mare de nesiguranță sunt expuse unui grad ridicat de risc al afacerilor.

- **Capacitatea de a ajusta prețurile produselor finite în concordanță cu modificările prețurilor factorilor de producție.** Unele firme nu au nici o dificultate în a cește preșurile produselor finite pe piață, atunci cînd costurile factorilor de producție cresc; cu cît capacitatea de a ajusta prețurile produselor finite este mai mare, cu atît gradul de risc al afacerilor este mai mic. Acest factor este important în perioadele de inflație.
- **Măsura în care costurile sunt fixe- gradul levierului operațional.** Dacă o firma are costuri fixe în proporție mare, iar acestea, conform caracteristicilor, nu scad pe măsura scăderii cererii, aceasta determină starea gradului de risc de afaceri al companiei respective.

Fiecare dintre acești factori este determinat parțial de caracteristicile ramurii economice în care operează firma, dar poate fi controlat, într-o oarecare măsură, de către ecipa managerială. Spre exemplu firma poate, prin politicile de marketing adoptate, să i-a măsuri pentru a stabili, atît cifra de vînzari în unitați, cît și prețurile produselor pe piață. Dar aceasta stabilizare ar putea să necesite sau cheltuieli cu publicitatea, sau concesiile de preț, pentru a-i face pe clienți să achiziționeze cantități fixe la prețuri fixe.

2.1.1. Riscul financiar și determinarea structurii optime a capitalului.

Livierul financiar se referă la gradul de utilizare a titlurilor cu un venit fix - capital împrumutat și acțiuni preferențiale - care au o prioritate de plată față de capitalul propriu, iar riscul financiar este riscul suplimentar care trebuie suportat de către deținătorii de acțiuni obișnuite, ca rezultat al utilizării livierului financiar. Teoretic, firma are un grad inerent de risc al activităților sale; acesta este riscul de afaceri, care se definește ca fiind gradul de nesuguranță inerent în previziunea valorilor viitoare ale ROE ("return on assets" – rentabilitatea activelor). Dacă firma se finanțează prin capital împrumutat și acțiuni preferențiale (deci utilizează levierul financiar), aceasta înseamnă că riscul de afaceri se concentrează asupra deținătorilor de acțiuni obișnuite.

Pentru a exemplifica, să presupunem că un număr de zece persoane decid să formeze o corporație pentru fabricarea de încălțăminte sport. Există un anumit grad de risc inerent în această afacere. Dacă firma se capitalizează numai prin capital social și dacă fiecare dintre cei zece cumpără 10% din acest capital, fiecare investitor va avea de suportat aceeași proporție din riscul afacerilor. Însă, să presupunem că firma se capitalizează prin 50% capital împrumutat și riscul de 50% prin capital propriu, cu cinci dintre cei zece investindu-și capitalul sub formă de capital împrumutat, iar ceilalți cinci investindu-și capitalul sub formă de capital propriu al firmei. În acest caz, cei care și -au investit capitalul sub formă de capital propriu al firmei trebuie să suporte, practic, tot riscul afacerii, astfel încât acțiunile lor au un grad de risc de două ori mai mare decât în cazul în care firma ar fi fost finanțată numai prin capital propriu. Astfel, utilizarea capitalului împrumutat concentrează riscul de afaceri al firmei asupra acționarilor.

Livierul financiar influențiază profiturile pe acțiune estimate a fi obținute de către o firmă, gradul de risc al acestor câștiguri, și, în consecință, pretul pe piață al acțiunilor emise de firma respectivă. Valoarea de piață a unei firme, care inițial nu folosește capitalul împrumutat, crește pe măsura

folosirii capitalului împrumutat în loc de capital propriu, ating o culme, după care începe să descrească pe măsură ce utilizarea capitalului împrumutat devine excesivă. Obiectivul analizei efectului de livier este determinarea structurii capitalului la care valoarea firmei este maximă, acest punct reprezintă structura obiectivă a capitalului unei firme.

Pentru a demonstra efectul livierului financiar vom utiliza datele ipotetice pentru o companie numită "Compania Alfa", care sunt prezentate în tabelul 1.

Tabelul 1

Date referitoare la compania Alfa

1. Bilanț contabil la data de 31.12.1999

mii lei

Active curente	100 000	Capital împrumutat	0
Active fixe, valoare netă	100 000	Capital propriu (10000 acțiuni)	200 000
Total activ	200 000	Total pasiv	200 000

2. Rezultatele activității financiare pentru anul 1999

Vânzări nete, mii lei	200 000
Costuri fixe de operare	40 000
Costuri variabile de operare	120 000
Costul total de operare	160 000
Profit din exploatare (EBIT)	40 000
Dobândă, mii lei	-
Venit impozabil	40 000
Impozite (28%)	11 200
Venit net după aplicarea impozitelor	28 800

3. Alte date

-Profit pe acțiune $EPS = 28800/10000 = 2,88$ lei

-Dividende pe acțiune $DPS = 28800/10000 = 2,88$ lei (firma plătește toate profiturile acționarilor sub formă de dividende)

-Valoare contabilă pe acțiune $BVS = 200\ 000/10000 = 20,00$ lei

-Preț de piață pe acțiune $PP = 20,00$ lei (acțiunile se vând pe piață la valoarea contabilă, astfel încât Valoarea de piață /Valoarea contabilă = 1,0).

- Coeficientul de capitalizare bursieră $P/E = 20,00/2,88 = 6,9$ ori

-ROE = $EPS/BVS = 2,88/20 = 14,4\%$

-ROA = $EBIT/\text{valoare active} = 40000/200000 = 20\%$

În prezent compania nu utilizează capital de împrumut.

Apare întrebarea: Ar trebui oare compania dată să continue politica de a nu utiliza în finanțare capital de împrumut, în loc de capital propriu?

Ca în toate cazurile privind astfel de decizii, răspunsul corect este că firma ar trebui să aleagă **structura capitalului care maximizează prețul pe piață al acțiunilor sale.**

Deoarece prețul unei acțiuni este valoarea actualizată a dividendelor ce se plătesc pentru acea acțiune, estimate în viitor, dacă utilizarea livierului financiar va influența prețul acțiunii, trebuie să o facă în așa mod încât fie modifică seria de dividende estimată, fie modifică rata de rentabilitate a capitalului propriu, fie acționează asupra ambelor variabile.

Vom lua în considerație mai întâi efectul structurii capitalului asupra câștigurilor și dividendelor; după aceea, vom examina efectul ei asupra ratei de rentabilitate.

Modificările în gradul de utilizare a capitalului împrumutat vor duce la modificarea profiturilor pe acțiune (EPS) iar ca urmare la modificarea prețurilor pe piață ale acțiunilor.

Pentru a înțelege aceste modificări vom varia cu costul capitalului împrumutat, adică vom utiliza diferite structuri ale capitalului firmei (tabelul 2).

Tabelul 2

Ratele dobânzilor pentru firma Alfa la diferite rate de îndatorare

Suma împrumutată	Raport între capitalul împrumutat/Total activ, %	Rata dobânzii, practică pentru întreaga sumă împrumutată, %
20000	10	8

40000	20	8,3
60000	30	9,0
80000	40	10,0
100 00	50	12,0
120 000	60	15,0

În mod normal, cu cât proporția de capital de împrumut în structura capitalului este mai mare, cu atât capitalul împrumutat are un grad mai mare de risc și deci rata dobânzii practică de către furnizorii de credit va fi mai mare.

În tabelul 3 sunt reflectate calculile cu profiturile pe acțiune la diferite grade de îndatorare ale firmei, adică la diferite structuri ale capitalului firmei.

Tabelul 3

EPS în dependență de gradele de utilizare ale livierului financiar

1. Calcularea EBIT			
Probabilitatea cifrelor de vânzări indicate	0,2	0,6	0,2
Cifra de vânzări, mii lei	100,0	200,0	300,0
Costuri fixe, mii lei	40,0	40,0	40,0
Costuri variabile (60% din cifra de vânzări), mii lei	60	120	180
Costuri totale (cu excepția dobânzii), mii lei	100,0	160,0	220,0
Profit din exploatare (EBIT), mii lei	0,0	40,0	80,0
ROA, %	0	20	40
2. Situația dacă raportul Datorii/Active = 0 %			
EBIT (din partea 1 a tabelului), mii lei	0,0	40,0	80,0
Minus Dobânda, mii lei	0	0	0
Profit înainte de impozit, mii lei	0	40,0	80,0
Impozit pe profit (28%), mii lei	0	11,2	22,4
Venit net după impozitare, mii lei	0	28,8	57,6
EPS pentru 10000 acțiuni la deținători, lei	0	2,88	5,76
EPS estimat, lei	0	2,88	5,76
ROE (EPS/BVS), %	0	14,4	28,8
3. Situația dacă raportul Datorii/Active = 50%			
EBIT (din partea 1 a tabelului)	0	40,0	80,0

Minus: Dobânda,%	12	12	12
Profit înainte de impozit, mii lei	(12,0)	28,0	68,0
Impozit pe profit (28%), mii lei	0	7,84	19,04
Venit net după impozitare, mii lei	(12,0)	20,16	48,96
EPS pentru 10000 acțiuni la deținători	- 1,20	2,016	4,896
ROE (EPS/BVS), %	-6	10,08	24,48

În parerea 1 a tabelului este indicat cum se modifică EBIT în dependență de variația cifrei de afaceri și diferit grad de îndatorare a întreprinderii.

Partea a doua a tabelului indică situația întreprinderii când aceasta continuă să nu utilizeze capital împrumutat. La o cifră de vânzări mică EPS este mic, dar cu cât cifra de afaceri sporește, sporește și câștigul la o acțiune.

Partea trei a tabelului prezintă rezultatele financiare la care se poate aștepta întreprinderea dacă ar folosi o rată de îndatorare de 50%. În această situație cu cât cifra de afaceri este mai mare cu atât ROE și EPS ale firmei sunt mai mari. Deci se poate scoate concluzia, că capitalul împrumutat în condiții de poziționare bună a companiei pe piață cpoarește atât valoarea ei, cât și valorile acțiunilor ei.

Iată deci se poate vede cum utilizarea levierului financiar implică o echilibrare a gradului de risc cu rata de rentabilitate: un grad mai ridicat a levierului financiar duce la creșterea EPS estimat, dar aceasta duce și la creșterea gradului de risc al întreprinderii.

2.1.2. Factorii considerați în luarea deciziilor referitoare la structura capitalului

În afară de aspectele analizate mai sus, la luarea deciziei pe marginea modului de finanțare o firmă trebuie să țină cont încă de un șir de factori, care au o influență importantă, deși deficit de măsurat, asupra structurii optime a capitalului.

Către aceștea se atârnă:

Stabilitatea vânzărilor: O firmă care are vânzări relativ stabile poate să folosească capitalul ămprumutat într-o proporție mai mare și poate suporta cheltuieli fixe mai mari decât o companie care are vântări instabile. Un aspect suplimentar este probabilitatea falimentului și costurile asociate cu acesta. Pe măsură ce gradul livierului crește, probabilitatea livierului crește și ea. Falimentul este costisitor, iar creșterile gradului de utilizare a livierului financiar determină creștera valorii estimate a costurilor de falimentare (suma probabilităților de falimentare înmulțită cu costurile de falimentare), ceea ce duce la scăderea valorii pe piață a firmei.

Managerii departamentelor financiare, în încercarea lor de a mări valoarea pe piață a firmei, vor folosi un grad al livierului care tine cont de toți factorii, deci inclusiv de costurile de falimentare. Companiile care au vânzări stabile pot avea costuri de falimentare ridicate, dar, deoarece probabilitatea falimentului este mică, costurile estimate de falimentare sunt și ele scăzute. Astfel, aceste firme pot să lucreze cu rate mari ale îndatorării.

Structura competitivă. Capacitatea de a onora datoriile depinde și de profitabilitate, nu numai de volumul vânzărilor. Deci, stabilitatea marjelor de profit este la fel de importantă ca și stabilitatea vânzărilor. Ușurința cu care noile firme pot să pătrundă în ramura economică respectivă și capacitatea firmelor concurente de a-și extinde capacitățile de producție influențată marjele de profit. O industrie în creștere este promițătoare din punctul de vedere al marjelor de profit; este totuși posibil ca aceste marje să descrească simțitor dacă ramura economică respectivă este una în care numărul firmelor concurente poate crește extrem de ușor, prin intrarea de noi firme în domeniul respectiv de activitate. De exemplu, sistemul de franchising pentru industria gusturilor ferbinți a fost foarte profitabil la începutul anilor '60, dar, a fost relativ simplu pentru noi firme să intre în acest gen de activitate și să concureze firmele mai vechi. Pe măsură ce industria a ajuns la maturitate, la finele anilor '60, începutul anilor '70, capacitatea de producție a firmelor vechi și noi s-a extins accelerat. În consecință marjele de profit au scăzut.

Alte firme, din alte ramuri economice, sunt capabile să reziste mai bine presiunilor concurenței. De exemplu, unele firme au facilități tehnice, de service și de distribuție, care sunt dificil de copiat. Aceasta sugerează că marjele de profit pentru astfel de firme sunt supuse eroziunii din partea concurenței.

Structura activelor. Firmele, ale căror active sunt adecvate pentru a fi folosite ca garanție pentru credite, țin să utilizeze cât se poate de mult capitalul împrumutat. Astfel, firmele cu active fixe pe termen lung, cum ar fi companiile de utilități, utilizează în mare măsură împrumuturi ipotecare. Activele, care pot fi folosite în multiple scopuri, de către o multitudine de afaceri, și care dispun de o piață cu grad mare de lichiditate, reprezintă garanții valabile, în timp ce activele cu caracteristici speciale nu reprezintă garanții adecvate. Astfel, firmele de imobiliare țin să folosească mult capitalul împrumutat, pe când companiile de înaltă tehnologie și cele care au o rată accelerată de creștere folosesc mai puțin capital împrumutat.

Livierul operațional. Dacă considerăm toate celelalte ca fiind constante, o firmă cu gradul livierului operațional mai mic este mai capabilă să utilizeze în măsură mai mare livierul financiar deoarece, așa cum am văzut, interacțiunea dintre livierul operațional și cel financiar determină impactul general pe care îl are o descreștere a cifrei de vânzări asupra venitului operațional și fluxurilor nete de numerar.

Rata de creștere. Dacă considerăm toate celelalte ca fiind constante, firmele cu o rată de creștere mai rapidă trebuie să se bazeze mai mult pe finanțare cu capital din exterior. Mai mult, costurile de emisiune implicate în emisiunea și vânzarea de acțiuni obișnuite sunt mai mari decât cele ce trebuie suportate la emisiunea și vânzarea de obligațiuni. Deci, companiile care au o rată de creștere rapidă țin să utilizeze instrumente financiare de credit într-o măsură oarecum mai mare decât companiile cu o rată de creștere mai lentă.

Profitabilitatea. Se observă deseori că firmele care au valori ROI ("Return on investment" – rata de rentabilitate a investițiilor) mari utilizează relativ puțin capital împrumutat. Deși nu există nici un fel de justificare pentru acest fapt, rațiunea practică pare să fie aceea că firmele foarte profitabile pur și

simplicu nu au nevoie să utilizeze foarte mult finanțarea cu ajutorul capitalului împrumutat – ratele lor ridicate de rentabilitate le face capabile să se finanțeze mai ales din profiturile acumulate.

Impozitele. Dobânda este o cheltuială deductibilă în scopuri fiscale, iar aceste deduceri au o valoare foarte mare pentru firmele care se află într-un interval de aplicare a unei rate mari de impozitare. Deci, cu cât rata corporațională a impozitării este mai mare pentru o anumită firmă, cu atât este mai avantajos pentru acesta să utilizeze capitalul împrumutat.

Controlul. Efectul pe care finanțarea prin capital împrumutat sau prin capital propriu îl poate avea asupra poziției de control a echipei manageriale poate să influențeze decizia referitoare la structura capitalului. Dacă echipa managerială deține controlul asupra companiei, datorită voturilor deținute (mai mult de 50% din capitalul social) și dacă această echipă nu mai are posibilitatea să mai cumpere acțiuni, în eventualitatea unei noi emisiuni de acțiuni, astfel încât să își păstreze poziția de control, poate să aleagă finanțarea noilor proiecte de investiții cu capital împrumutat. Pe de altă parte, o echipă managerială care nu este implicată în controlul prin voturi ar putea decide să folosească finanțarea prin emisiunea și vânzarea de noi acțiuni, în cazul în care situația financiară a firmei este atât de precară, încât folosirea capitalului împrumutat ar putea pune firma într-o situație gravă din punct de vedere al riscului de neplată; deoarece, în cazul în care firma nu își onorează datoriile, echipa managerială își va pierde mai mult ca sigur pozițiile de conducere deținute. Pe de altă parte, dacă se utilizează prea puțin capital împrumutat, există riscul unei preluări. În general, considerațiile referitoare la control nu sugerează tipul de capital utilizat în finanțare, și care ar proteja cel mai bine echipa managerială, diferă de la caz la caz. Însă, ori de câte ori echipa managerială nu este sigură pe sine, se vor lua în considerare cu certitudine efectele structurii capitalului asupra controlului companiei.

Economii la impozite care nu datorează capitalului împrumutat. Pentru unele firme, se pot genera economii substanțiale la impozite, care nu provin din utilizarea capitalului împrumutat, ci din alte forme de cheltuieli deductibile din punct de vedere fiscal, dintre care cea mai cunoscută este CCA. Firmele intens capitalizate și cu o rată ridicată de creștere a activelor pot să obțină, deja prin aceste caracteristici, importante economii la impozite. Deci, impactul pe care l-ar avea caracterul deductibil în scopuri fiscale al dobânzii ar fi mic; aceasta face ca firmele respective să se decidă asupra unei rate scăzute a îndatorării.

Atitudinile echipei manageriale. În absența unei dovezi clare că o anumită structură a capitalului va duce la un preț mai ridicat al acțiunilor pe piață decât o altă, echipa managerială poate să-și exercite discernământul în privința structurii adecvate a capitalului. Unele echipe manageriale tind să fie mai conservatoare decât altele și astfel să utilizeze mai puțin capital împrumutat decât firma medie din ramura economică respectivă; alte echipe, dimpotrivă.

Atitudinile ofertantului de credit și ale agenților de clasament. Indiferent de analiza efectuată de manageri cu privire la factorii adecvați de livier pentru firma lor, nu încape îndoială că atitudinile ofertantului de credit și ale agenților de clasament influențiază frecvent deciziile structurii

de finanțare. În majoritatea cazurilor, corporația discută structura financiară pe care dorește să o adopte cu ofertantul de credit și cu agențiile de clasament și dă o pondere importantă sfaturilor acestora. Dar, atunci când echipa managerială este atât de sigură de viitor încât caută să utilizeze levierul financiar, astfel încât se depășesc normele uzuale din industria respectivă, ofertantul de credit ar putea să nu fie dispus să accepte astfel de creșteri ale capitalului împrumutat, sau poate accepta acest lucru numai la un preț ridicat. După cum am observat, atunci când gradul livierului crește, rata dobânzii percepută la capitalul împrumutat crește și ea, pentru a compensa ofertantul de credit pentru riscul suplimentar pe care trebuie să îl suporte. Dacă falimentarea este și ea costisitoare, ofertantul de credit va cere rate ridicate ale dobânzilor, pentru a acoperi, de asemenea, costurile de falimentare estimate. Ofertanții de credit pot decide că este total neproductiv să se perceapă rate ale dobânzilor din ce în ce mai mari, deoarece aceasta, la rândul său, este aproape o garanție că respectiva companie va da faliment. De aceea, ofertanții de credit pot impune o limită a creditului oferit, ceea ce este echivalent cu o raționalizare a creditului.

Condițiile pieței. Condițiile existente, atât pe piețele de acțiuni, cât și pe cele de obligațiuni, suferă modificări pe termen scurt și pe termen lung, iar acestea pot avea o influență importantă asupra structurii optime a capitalului firmei. Atunci când companiile ocupă un loc inferior în clasamentul privind obligațiunile și au nevoie de capital de finanțare, sunt nevoite să apeleze la piața de acțiuni sau la piața de obligațiuni pe termen scurt, pentru a obține capitalul necesar, indiferent de structura capitalului. Însă, atunci când condițiile se mai îmbunătățesc, aceste companii reușesc să își aducă structura capitalului la nivelele urmărite.

Condițiile interne ale firmei. Condițiile interne proprii unei firme pot, de asemenea, să aibă o influență asupra structurii capitalului stabilită ca obiectiv. De exemplu, să presupunem că o firmă tocmai a reușit să finalizeze cu succes un program de cercetare și dezvoltare și estimează câștiguri mari în viitorul apropiat, dar aceste câștiguri nu sânt încă anticipate de către investitori și deci nu sunt reflectate în prețul de piață al acțiunilor. Această companie nu ar fi dispusă să emită acțiuni. Va prefera să finanțeze proiectele de investiții cu capital de împrumut, până ce câștigurile sporite se materializează și se reflectă în prețul de piață al acțiunilor; abia în acest moment firma poate să emită și să vândă acțiuni, să ramburseze capitalul împrumutat și să restabilească structura-obiectiv a capitalului.

Flexibilitatea financiară. Menținerea unei rezerve a flexibilității financiare, din punct de vedere operațional, înseamnă menținerea unei rezerve adecvate a capacității de împrumut. Determinarea unei rezerve "adecvate" a capacității de împrumut este o chestiune de discernământ, dar depinde în mod sigur de factorii menționați anterior, inclusiv de previziunea necesarului de fonduri, a condițiilor existente pe piețele de capital, a încrederii echipei manageriale în previziunile realizate și a consecințelor unei crize de capital.

2.2. EFECTUL DE PÂRGHIE FINANCIARĂ. POLITICA ÎNDATORĂRII

Să considerăm două întreprinderi cu aceeași rentabilitate economică, fie 20%. Singura diferență între ele constă în faptul că prima utilizează numai surse proprii de finanțare, iar a doua – își face datoriile.

Întreprinderea A: activ – 1000 u.m. pasiv – 1000 u.m.

Întreprinderea B: activ – 1000 u.m. pasiv – 500 u.m. capitaluri proprii și 500 u.m. datorii.

Rezultatul net de exploatare al investițiilor este egal cu 200 u.m. la ambele întreprinderi. Dacă ele nu ar plăti impozite, ar rezulta, că întreprinderea A câștigă 200 u.m. exclusiv din exploatarea resurselor proprii, rentabilitatea financiară fiind:

$$R_f = \frac{200}{1000} \times 100 = 20\%$$

Întreprinderea B trebuie să plătească dobânda aferentă pentru datorii.

Dacă presupunem că dobânda este de 15%, aceasta va însemna 75 u.m. Deci rentabilitatea financiară a resurselor proprii va fi:

$$R_f = \frac{125}{500} \times 100 = 25\%$$

Deci avînd o rentabilitate economică egală (20%) se obține o rentabilitate financiară diferită din cauza structurii pasivului, adică a provenienței finanțelor.

Diferența de 5% reprezintă gradul efectului pîrghiei financiare.

Efectului pîrghiei financiare este mărirea rentabilității resurselor proprii, datorită utilizării unui credit, necătînd ca ultimul este plătit.

La întreprinderea B o parte din active, care aduc o rentabilitate de 20%, sunt finanțate de resurse cu o dobîndă de 15%. Rentabilitatea financiară a resurselor proprii, în acest caz crește și trebuie remarcat faptul că ne referim la resurse proprii, utilizarea cărora nu este legată de cheltuieli financiare (dobînda bancară), dar de riscul caracteristic fiecărei societăți pe acțiuni, SRL... deci, cu orice statut juridic mai puțin întreprinderile individuale. Acesta este riscul acționarilor: nemulțumirea de rezultatele întreprinderii, nivel mai scăzut al dividendelor și în acest caz acționarii pot schimba conducerea. Prin ridicarea rentabilității resurselor proprii acest tip de risc este diminuat, evitînd nemulțumirea investitorilor.

Dacă luăm în considerare impozitul pe venit, să zicem 1/3 vom obține:

Indicatori

Întreprinderea

	A	B
Rezultatul net de exploatare a		
Investițiilor (financiar)	200	200
Dobânda plătită	-	75
Impozitul pe venit	1/3	1/3
Profitul net	133	83
Rentabilitatea financiară		
a resurselor proprii	$\frac{133}{1000} \times 100 = 13,3\%$	$\frac{73}{500} \times 100 = 16,6\%$

Întreprinderea B are o rentabilitate financiară a resurselor proprii cu 3.3% mai mare decât întreprinderea A, datorită structurii financiare a pasivului.

Impozitele au diminuat efectul pîrghiei financiare cu 1/3, cu alte cuvinte 1 – impozitul pe venit.

Din cele expuse mai sus se pot scoate următoarele concluzii:

- 1.Întreprinderea care utilizează numai resurse proprii limitează rentabilitatea lor la 2/3;
- 2.Întreprinderea care ia credit, își mărește sau își micșorează rentabilitatea resurselor proprii în funcție de raportul între capitalul propriu și datorii în pasivul său și în funcție de dobânda plătită.

Anume aici apare efectul levierului financiar:

$$\mathbf{RF\ RP = 2/3\ Re + ELF}$$

Unde:

RF RP – rentabilitatea resurselor proprii;

Re – rentabilitatea economică;

ELF – efectul levierului financiar.

Efectul de levier (pîrghie) trebuie calculat într-o astfel de manieră, ca să poată fi recuperată rentabilitatea activelor, pierdută din cauza impozitului pe venit.

Pentru rezolvarea acestei probleme trebuie studiat mecanismul de funcționare a levierului financiar.

Nu este greu de observat că efectul apare de la diferența între rentabilitatea economică și “prețul” creditului – Dobânda medie (I_m). Cu alte cuvinte întreprinderea trebuie să aibă o rentabilitate economică cu care ar fi capabilă cel puțin să plătească dobânda pentru credit.

Toate cheltuielile perioadei

$$I_m = \frac{\text{Volumul total alsumei împrumutate, utilizate în perioada analizată}}{\text{Capital propriu}}$$

Aceasta este formula cea mai aplicată în practică pentru a calcula prețul mediu al datoriiilor. Dar mai sunt și altele, calculate nu numai prin media aritmetică, dar și prin media aritmetică ponderată. La datorii și împrumuturi se pot adăuga și banii obținuți din emisiunea acțiunilor privilegiate.

Componentele efectului levierului financiar sunt “diferențialul” și “brațul” levierului.

“Diferențialul” reprezintă diferența între rentabilitatea economică (R_e) și dobânda medie a capitalului împrumutat (I_m).

$$\text{Diferențial} = R_e - I_m$$

Deoarece trebuie platit impozitul pe venit, ne rămîne din diferențial circa 2/3. Astfel obținem:

$$\text{Diferențial} = (1 - \text{Impozit pe venit}) \times (R_e - I_m)$$

A doua componentă a efectului levierului este brațul, care caracterizează gradul de influență al levierului. Brațul reprezintă raportul între împrumuturi și capitalul propriu.

Deci efectul de levier este:

$$ELF = \frac{2}{3} \times (R_e - I_m) \times \left\{ \frac{\text{Capital împrumutat}}{\text{Capital propriu}} \right\};$$

Folosind această formulă a efectului de levier în formula rentabilității financiare a resurselor proprii, se obține:

$$R_{fRP} = \frac{2}{3} \times [R_e + (R_e - I_m) \times \left\{ \frac{\text{Capital împrumutat}}{\text{Capital propriu}} \right\}];$$

Eficiența îndatorării asupra rentabilității financiare este dependentă de raportul între rentabilitatea economică și dobânda medie.

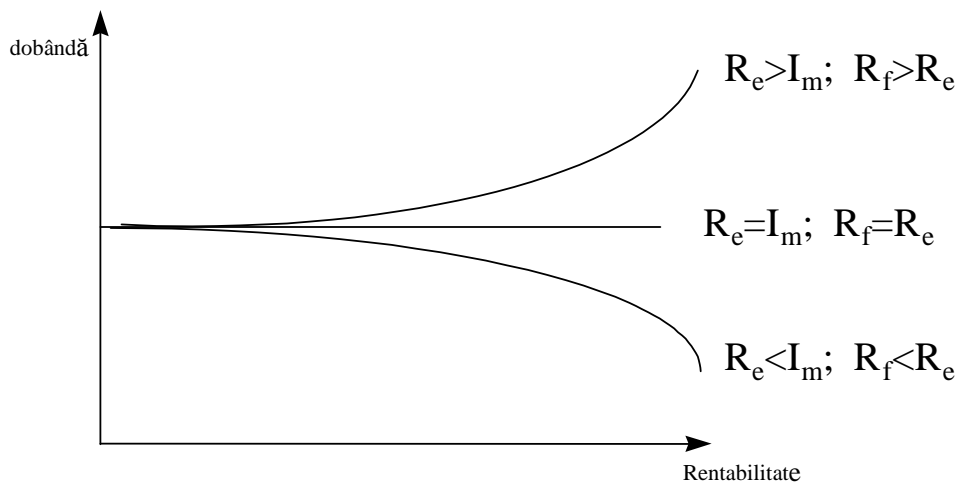


Fig. 4 Relația între rentabilitatea economică și cea financiară

Există trei cazuri posibile:

- Dacă $R_e > I_m$ – situația este favorabilă. Îndatorarea apare ca un mijloc de ameliorare a rentabilității capitalurilor proprii, deci $R_f > R_e$;
- Dacă costul datoriilor este mai mare decât rentabilitatea economică ($R_e < I_m$) rentabilitatea financiară este funcție descrescătoare de gradul de îndatorare, pentru că se impune minimizarea brațului levierului.
- Egalitatea $R_e = I_m$, înseamnă stabilitatea structurii financiare.

Diferența $R_e - I_m$ reprezintă riscul creditor. Cu cât diferențialul este mai mic cu atât riscul este mai mare. Este foarte important ca diferențialul să fie pozitiv.

Relația efectului de levier permite explicarea nivelului de evoluție al rentabilității financiare în funcție de doi factori principali: îndatorarea firmei și rentabilitatea economică. Fiecare dintre acești doi factori depind la rândul lor de o altă etapă de analiză a următorilor factori:

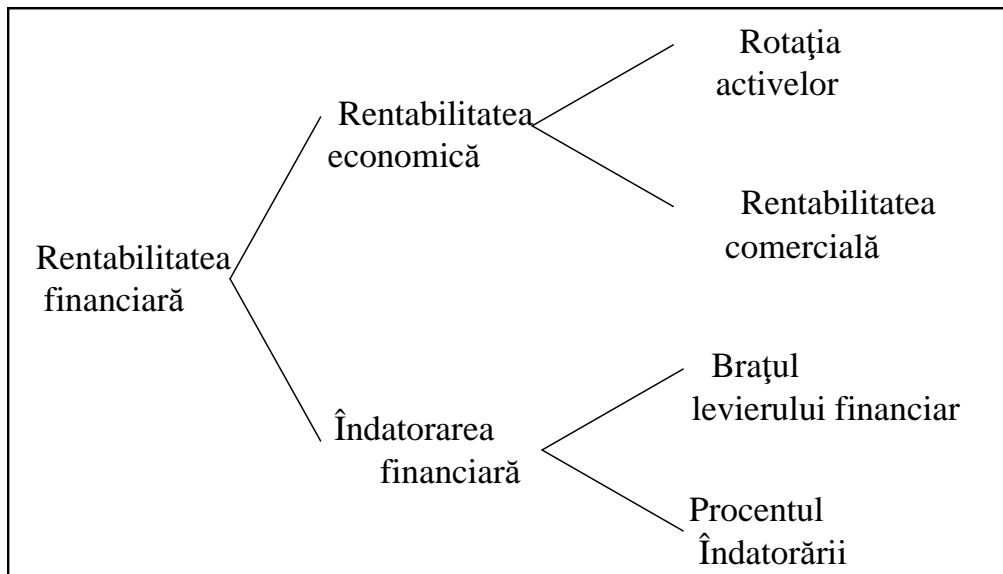


Fig.5 Schema analizei rentabilității financiare bazată pe efectul de levier financiar

În concluzie, ameliorarea performanțelor financiare ale unei întreprinderi necesită:

- Mărirea rentabilității comerciale;
- Accelerarea rotației activelor;
- Alegerea minuțioasă a politicii financiare, care ar permite întreprinderii valorificarea unor conjuncturi favorabile.

Riscul financiar depinde de brațul de levier. Creșterea valorii brațului de levier implică mărirea costului creditului, respectiv al dobânzii medii, care, la rândul său, micșorează valoarea diferențialului.

2.2.1. Efectul levierului financiar – concepția americană

Efectul de levier poate fi considerat ca o modificare a profitului. La modificarea profitului net, revenind la fiecare acțiune simplă (în procente), cauzate de către schimbările rezultatului net de exploatare al investițiilor.

O astfel de evaluare a efectului de levier este caracteristică școlii americane de management financiar.

Economiștii americani estimează efectul levierului financiar în felul următor:

$$\text{Efectul de levier} = \frac{\text{Modificarea profitului net la o acțiune}}{\text{Modificarea rezultatului net de exploatare al investițiilor (rezultatul financiar)}}$$

În acest caz se estimează cu câte procente se va modifica profitul net, care revine la o acțiune, în cazul în care rezultatul net financiar se va modificat cu un procent.

Folosin câteva deduceri matematice se obține relația următoare:

$$\text{Efectul de levier} = \frac{\Delta R_f \times (1 - I_p) : N}{(R_f - I) \times (1 - I_p) : N} \times \frac{R_f}{\Delta R_f}, \quad \text{de unde}$$

$$\text{Efectul de levier} = \frac{\Delta R_f}{R_f - I} \times \frac{R_f}{\Delta R_f} = \frac{P_B \times I}{P_B} = 1 + \frac{I}{P_B}, \quad \text{unde}$$

ΔR_f – modificarea rezultatului net de exploatare;

I_p – Impozitul pe venit;

N – numărul de acțiuni;

I – dobânda creditului;

P_B – profitul brut.

În cazul în care împrumutul nu se efectuează, efectul de levier este egal cu 1.

Concluzii: Cu cât efectul de levier este mai mare cu atât este mai mare și riscul financiar, legat de întreprinderea în cauză deoarece:

- 1) Riscul banchirului de a recupera creditul crește;
- 2) Riscul de reducere al dividendelor și al cursului acțiunilor crește.

Relația efectul de levier examinată mai sus nu răspunde la două întrebări și anume:

1. Care este valoare optimă a împrumutului
2. Care sunt condițiile împrumutului

Dar această metodă indică relația interdependenței acțiunii efectului de levier financiar și celei de exploatare.

De asemenea ea permite oevaluare totală a riscurilor întreprinderii.

2.2.2. Importanța analizei riscului financiar

Metodele de analiză a efectului de levier permit întreprinderii să promoveze o politică eficientă de finanțare.

La formarea structurii raționale a surselor de finanțare, de regulă se pornește de la condiția-cheie:

De a găsi o astfel de proporție între capitalul propriu și împrumuturi, pentru care prețurile unei acțiuni a întreprinderii să fie maxim. Aceasta ar fi posibil numai în cazul, în care efectul de levier este înalt, dar nu exagerat.

Nivelul îndatorării este pentru investitor indicatorul care caracterizează nivelul “sănătății” întreprinderii.

Un nivel ridicat al datoriilor în totalul pasivului reflectă un risc ridicat de faliment.

Dacă întreprinderea preferă să se finanțeze numai din resurse proprii, riscul de faliment este redus, dar investitorul, încasînd dividende modeste, consideră că întreprinderea nu urmărește scopul de a maximiza profitul. Astfel începe vînzarea acțiunilor, ceea ce conduce la deprecierea întreprinderii.

Pentru întreprindere care își desfășoară activitatea într-o economie de piață, emisiunea suplimentară de acțiuni este estimată de investitor drept un semnal negativ, iar atragerea de surse străine – drept un semnal pozitiv (sau cel puțin neutru).

În linii generale se cunosc 4 metode de finanțări externe:

- Înscrieri închise la acțiunile întreprinderii (de obicei din partea acționarilor întreprinderii);
- Împrumut în formă de credit, emisiuni suplimentare;
- Înscrieri deschise la acțiunile întreprinderii;
- Combinația primelor trei metode.

În continuare noi am reflectat momentele “pro” și “contra” pentru aceste patru metode:

METODE	PRO	CONTRA
1) Înscrierea închisă la acțiunile întreprinderii	Controlul asupra întreprinderii nu se pierde. Riscul financiar crește nesemnificativ.	Volumul de finanțare este redus. Cost înalt al resurselor atrase.
2) Finanțarea prin împrumuturi	Controlul asupra întreprinderii nu se pierde. Cost relativ redus la resurselor atrase.	Riscul financiar crește. Data scadenței strict determinată.
3) Înscriere deschisă	Riscul financiar nu se mărește.	Poate fi pierdut controlul asupra

la acțiunile întreprinderii	Este posibilă mobilizarea unor sume importante pe o perioadă nedefinită.	întreprinderii. Cost înalt al resurselor atrase.
-----------------------------	--	---

Există câteva reguli de care trebuie de ținut cont:

- Dacă rezultatul net de exploatare al investițiilor pentru o acțiune este nesemnificativ este mai convenabil de a ridica resursele proprii prin emisiune suplimentară de acțiuni decât apelarea la credite (dar este posibil de a avea dificultăți la vânzarea acestor acțiuni);
- Dacă rezultatul exploatării investițiilor pentru o acțiune este destul de mare, este mai convenabil.

ÎNCONCLUZII

Orice agent economic ce îndeplinește o activitate comercială sau industrială pe o piață locală sau străină își asumă anumite riscuri.

Nu există o definiție exhaustivă pentru riscuri, însă majoritatea riscurilor odată apărute, se materializează sub forma unor sancțiuni sau pierderi financiare, care diminuează rezultatele scontate de către agentul economic.

În activitatea sa un agent economic se confruntă cu mai multe feluri de riscuri și toate este necesar de identificat.

Există mai multe criterii de identificare a riscurilor:

1. După obiect – impactul probabil al riscului
 - ⇒ riscuri ce afectează bunurile,
 - ⇒ riscuri ce afectează investițiile nemateriale,
 - ⇒ riscuri ce afectează resursele financiare,
 - ⇒ riscuri ce afectează personalul întreprinderii.
2. După natura riscurilor
 - ⇒ risc politic,

- ⇒ risc valutar,
- ⇒ risc comercial,
- ⇒ risc contractul,
- ⇒ risc inovațional.

3. După factorii de influență

- ⇒ risc intern,
- ⇒ risc extern.

Riscurile interne ale întreprinderii, riscuri ce depind de modul de activitate și gestionare a întreprinderii sunt:

- ⇒ riscul de exploatare,
- ⇒ riscul financiar,
- ⇒ riscul de faliment.

Din toate aceste trei riscuri riscul financiar este acel risc, care odată definit și bine dirijat, contribuie la diminuarea riscului de faliment. Dar la rândul său depinde de riscul de exploatare.

Iată de ce în orice întreprindere se cere o gestionare eficientă cu toate felurile de riscuri, dar mai îndeosebi cu cele interne.

Care ar fi obiectivul unei gestiuni eficiente a riscurilor, inclusiv a celui financiar?

“Gestiunea riscurilor înseamnă a prevedea cu cheltuieli minimale, resursele financiare necesare și suficiente, în scopul de a controla, a elimina, a atenua sau a transforma acțiunea riscurilor astfel ca să se ajungă la o optimizare a resurselor de care dispune întreprinderea” (J.-P. Decottighies, Revue Financiere nr.5).

Această definiție sugerează următoarele idei principale:

1. Gestionarea eficientă a riscurilor înseamnă cunoașterea tehnicilor generale de optimizare în domeniul finanțelor ;
2. Gestionarea eficientă a riscurilor înseamnă a acționa în două direcții:
 - Prevenirea riscului – eliminarea sau reducerea riscului,

- Gestiunea proprieu zisă a riscului – suportarea costurilor financiare legate de riscurile reziduale prin reținerea sau reducerea riscului;
1. A gestiona eficient riscurile înseamnă acceptarea de către întreprindere să opereze într-un mediu aleatoriu.

Un proces de gestionare a riscului la întreprindere constă din două etape:

- Analiza individuală a riscurilor;
- Agregarea riscurilor și definirea unei strategii de gestiune a riscurilor (gestiunea portofoliului de riscuri).

Eficacitatea gestiunii riscurilor constă, în primul rând, în identificarea corectă a riscurilor. Orice tentativă de identificare a riscurilor presupune o descompunere. Criteriul de clasificare ales are un impact major asupra calității înțelegerii și gestiunii riscului.

Pentru a gestiona corect riscurile e necesar de a defini trei elemente constitutive ale lor, și anume:

1. Identificarea riscului;
2. Probabilitatea îmfăptuirii riscului;
3. Evaluarea rezultatului.

Cercetarea acestor trei componente permite de a distinge, pe de o parte, riscurile legate de incertitudine, iar pe de alta, riscurile, realizarea cărora este legată de apariția unui fapt generator, ce poate fi identificat

Definirea riscului, estimarea probabilității apariției lui și evaluarea rezultatelor depind de impactul probabil al riscului.

Fiecare întreprindere își poate defini în funcție de mărimea sa, de modul de organizare, de specificul produsului său, de strategia sa comercială și de tehnicile posibile de acoperire a riscurilor, câmpul, care este deschis pentru deminuirea riscului

BIBLIOGRAFIE

- J. Becour "L'estimation des risques de l'entreprise", C.N.A.M., Paris, 1990
- P. Bran "Relațiile financiar-bancare ale societății comerciale", Ed. Tribuna Economică, București, 1994
- G. Cohen "Gestion financière de l'entreprise et développement financier", EDICEF, 1991
- P. Conso "La gestion financière de l'entreprise ", ED. Dumond, Paris, 1985
- V. Ковалев, "Финансовый анализ", Москва, 1997
- M. Крейнина. "Финансовый менеджмент", Москва, 1998
- E. Helfert "Techniques of Financial Analyses", Moscow, 1996
- P. Halpern si altii "Finante manageriale", Editura Economică, 1998
- M. Gheorghită, "Analiza flexibilitatii si precizarea insolvabilitatii intreprinderii", Contabilitate si Audit-Nr. 8, 1997
- V. Gortolomei "Sa invatam a analiza riscurile activitatii intreprinderii pentru a le dirija", Mesagerul Industrial Nr. 23, 1997
- M. Gheorghită,
- C. Mereuță "Analiza diagnostic a societăților comerciale în economia de tranziție", Ed. Tehnică, București, 1994
- C. Mineatos "Evaluarea riscului de faliment", Capital, Nr 49, 1994
- M. Niculescu "Diagnostic global strategic", Ed. Economică, București, 1997
- A. Первозванский "Финансовый рынок: расчет и риск", Москва, 1996
- К. Рэдхед, Ч. Хьюз "Управление финансовыми рисками", Москва, 1996