

Asimetria informațională, creșterea sustenabilă, riscurile de exploatare și de îndatorare^{*)}



Dumitra Stancu

Profesor universitar doctor

Universitatea Tehnică de Construcții București

Ion Stancu

Profesor universitar doctor

Academia de Studii Economice București

Abstract. *Our paper starts from the relationship, apparently contradictory, between the better informed economic agents (managers, bankers) and the agents less informed than the first to be mentioned (the investors: shareholders and creditors). The asymmetric information concerns the company's performance (or of its investment projects) and the company's ability to put up with different manifestations of the risk associated with this kind of performance. Based on this asymmetric information, the better informed agents can profit, to their own advantage, from the others' lack of information. Consequently, the signals should be sent so as to allow a clear distinction of profitable companies from unprofitable ones, signals which cannot be copied by the managers with an underperforming management:*

- a. The sustainable growth based on retained earnings financing and also co-financed by managers;*
- b. The degree of operational leverage to be proportional with the increase of modernizing managerial and technological expenses;*
- c. The degree of financial leverage to be proportional with the volume of debts.*

Key words: asymmetric information; sustainable growth; degree of operational leverage; degree of financial leverage; financial breakeven point.



Introducere

Prezentarea noastră pornește de la relația, relativ contradictorie, dintre agenții economici mai bine informați (managerii, bancherii etc.) și agenții mai puțin informați decât primii (investitorii: acționari și creditori). Informația difuzată asimetric privește performanța companiei (sau a proiectelor ei de investiții) și capacitatea acesteia de a rezista diferitelor manifestări ale riscului asociat acestei performanțe. În baza acestei asimetrii de informații, agenții mai bine informați pot profita, în avantajul lor, de lipsa de informare a celorlalți.

În consecință, trebuie emise semnale care să permită o distincție netă a companiilor bune de cele rele, semnale care să nu poată fi copiate de companiile cu management neperformant:

a) *Creșterea sustenabilă:* o companie cu proiecte de investiții eficiente se va recunoaște prin reinvestirea profitului și printr-o participare prioritară a managerilor la finanțarea

lor. Aceștia, fiind cei mai bine informați asupra performanțelor noilor proiecte, vor fi primii care vor investi banii lor în asemenea proiecte. Managerii unei companii neperformante, care ar imita comportamentul celor dintâi, își văd amenințați propriii lor bani și nu vor risca o astfel de investire.

b) *Levierul de exploatare:* o companie modernă nu va ezita să înnoiască tehnologia și managementul, înregistrând astfel o creștere a ponderii cheltuielilor fixe și a riscului de exploatare. Creșterea cifrei de afaceri îi va aduce acesteia o creștere superioară a profiturilor în raport cu o firmă mai puțin dotată tehnic și managerial.

c) *Levierul financiar:* o companie solidă este considerată aceea care își poate permite o rată cu o îndatorare ridicată pentru a finanța proiecte de investiții ambițioase. Ea este capabilă să ramburseze datoriile și să plătească dobânzile, în

^{*)} Lucrarea a fost prezentată la cea de-a IV-a ediție a Risk Management Forum 2006, IBR București, 14 -17 noiembrie 2006.

condiții de menținere a capacității de plată. Copierea acestei structuri financiare de o companie neperformantă este riscantă, pentru că accelerează intrarea companiei în incapacitate de plată și chiar în faliment.

1. Creșterea sustenabilă elimină asimetria informațională

Creșterea sustenabilă este capacitatea întreprinderii de a cofinanța creșterea economică a întreprinderii prin reinvestirea unei părți din profitul net și prin majorarea de acționari și manageri a capitalului social. Pe lângă efortul de cofinanțare are loc și o partajare corectă a riscurilor ce decurg din declanșarea respectivei creșteri economice. În acest fel se asigură un echilibru al finanțării creșterii economice și al asumării riscurilor asociate acestei creșteri

Decizia de distribuire a profitului net aparține acționarilor, care nu vor fi de acord cu reinvestirea profitului net (parțial sau integral) decât dacă reinvestirea profitului se va face în proiecte de investiții eficiente, respectiv rata internă de rentabilitate (RIR) este superioară costului capitalului (k = costul de oportunitate). Altfel acționarii vor fi motivați să decidă distribuirea integrală a profitului net sub formă de dividende pe care le vor plasa pe piața financiară cu randamente superioare reinvestirii profitului în întreprindere. În acest fel, managerii vor fi motivați să propună proiecte de dezvoltare dintre cele mai eficiente.

Creșterea sustenabilă va fi finanțată și din surse exterioare, de la împrumutători, dar într-o proporție care va menține nemodificată rata de îndatorare. Dacă întreprinderea are o rată de îndatorare optimă, care îi asigură cel mai bun tratament din partea băncii, atunci, prin creșterea sustenabilă, ea poate conserva această rată.

Această schemă de cofinanțare nu poate fi copiată de managerii și acționarii care propun proiectele de creștere economică ineficiente sau cu riscuri superioare. În primul rând pentru că ei sunt primii informați asupra rentabilității și riscului respectivelor proiecte de investiții. În al doilea rând, întreprinderea lor nu a fost suficient de performantă dacă managementul ei propune investiții îndoielnice. În ultimă instanță, managerii vor solicita finanțarea de către bănci a proiectelor lor de dezvoltare fără a angaja capitalurile lor proprii. La rândul lor, băncile vor analiza cererile de finanțare în bună cunoștință a conceptului de dezvoltare sustenabilă, inclusiv din punct de vedere financiar, și vor refuza acordarea unor astfel de credite.

Întreprinderea analizată de noi își propune o dezvoltare cu 20% a cifrei vânzărilor pentru a valorifica oportunități de afaceri previzionate în acest sens pentru anul viitor. Necesarul suplimentar de capitaluri (NSC) implicat de creșterea economică de mai sus este de 24.000, iar capacitatea întreprinderii noastre de autofinanțare este circa 5.200. Drept urmare, vor apela la credite bancare pentru acoperirea diferenței de finanțare, cu riscul creșterii îndatorării de la 49% la 54%.

Creșterea preconizată este într-o asimetrie de informații:

- managerii care o propun sunt conștienți de riscurile cu mult mai mari ce se asociază îndeobște unei astfel de dezvoltări, cu mult mai mari decât ale întreprinderii în funcțiune;

- banca finanțatoare analizează cererea de credit pentru proiectul de dezvoltare, dar nu are toate informațiile despre riscurile implicite.

CA efectivă = 180.000	
CA plan = 216.000	Autofinanțare 5.197
$\Delta CA\% = 20.00\%$	Credite noi 18.803
Creșterea este nesustenabilă:	Rata de îndatorare 54%
NSC 24.000	

Conceptul de dezvoltare sustenabilă oferă o pistă de corectare a asimetriei de informații printr-o schemă echilibrată de finanțare a NSC și de partajare a riscurilor dezvoltării:

- fie acceptarea unei creșteri sustenabile de numai 8,5% a cifrei vânzărilor, cu un necesar suplimentar de capitaluri de circa 11.000, necesar ce s-ar finanța din profitul net disponibil pentru reinvestire, și în completare credite bancare, dar fără să se afecteze rata de îndatorare existentă de 49%:

Rata creștere sustenabilă = g	8,5%
NSC sustenabil	11.059
Autofinanțare	5.638
Credite noi	5.421
Rata îndatorării sustenabile	49

- fie acceptarea creșterii preconizate de 20%, dar cu participarea managerilor și acționarilor întreprinderii la finanțarea dezvoltării prin majorarea capitalului social, astfel încât finanțarea prin credite noi să nu afecteze rata optimă de îndatorare de 49%, pe total întreprindere:

Rata creșterii efective = g'	20%
NSC	24.000
Autofinanțare	5.196,6
Majorare capital social	7.066,9
Credite noi	11.736,5
Rata îndatorării sustenabile	49%

Ambele soluții sunt în cadrul dezvoltării durabile deoarece implică participarea acționarilor și a managerilor întreprinderii la cofinanțarea proiectelor lor de dezvoltare și-n consecință la asumarea corespunzătoare a riscurilor. Este evident faptul că dezvoltarea de 20% (cu riscurile superioare pe care aceasta le implică) va fi acceptată de managementul întreprinderii inițiatoră numai dacă este eficientă la acest nivel de risc, altfel ea va fi abandonată sau corectată ca amploare.

2. Levierul de exploatare elimină asimetria informațională

Levierul de exploatare Le exprimă numărul de procente de variație a profitului ($\Delta Profit = e\%$) la un procent de variație a cifrei de afaceri ($\Delta CA = 1\%$), variație estimată exogen prin studii de marketing. Pornind de la levierul de exploatare Le , se poate ușor analiza corelația dintre dispersia profitului și dispersia factorilor determinați ai acestuia.

Vom aborda *riscul de exploatare* din perspectiva analiștilor aparținând întreprinderii, respectiv variabilitatea profitului, ca urmare a variației nivelului de activitate și ca urmare a poziției activității întreprinderii față de pragul de rentabilitate. Variabilitatea profitului la o variație a nivelului de activitate a

întreprinderii este numită, în general, coeficient de elasticitate și, în particular, *efect de levier de exploatare*. Ca indicator de măsurare a activității este reținută cifra de afaceri (CA), caracterizată printr-un anumit volum al cheltuielilor variabile (V), al cheltuielilor fixe (F), inclusiv amortizarea, și al profitului (P), și printr-un anumit prag de rentabilitate (punct mort = PM).

În aceste condiții, profitul brut se determină după relația:

$$P = CA - V - F - A_{mo} = EBIT$$

în care, dacă notăm cu „v” coeficientul cheltuielilor variabile în totalul cifrei de afaceri, $v = V/CA$ (deci: $V = CA \times v$), obținem:

$P = CA \times (1 - v) - F - A_{mo}$, de unde se pot deduce dispersia și abaterea medie pătratică a profitului, ca măsuri ale riscului economic, în raport cu variația componentelor cifrei de afaceri:

$$\sigma^2(P) = \sigma^2(CA) \times (1 - v)^2$$

$$\sigma(P) = \sigma(CA) \times (1 - v)$$

Se deduce că riscul economic este cu atât mai mare, cu cât variabilitatea cifrei de afaceri este mai mare și cu cât marja asupra cheltuielilor variabile $(1 - v)$ este mai mare.

Levierul de exploatare Le este raportul variației profitului de exploatare (DP) față de variația cifrei de afaceri (DCA). Din acest raport se poate evidenția influența asupra profitului a poziției cifrei de afaceri față de pragul de rentabilitate (sau punctul mort = PM):

$$Le = \frac{CA_0}{CA_0 - PM}$$

ceea ce dovedește că, pe măsură ce cifra de afaceri este mai îndepărtată de pragul de rentabilitate, cu atât întreprinderea este mai puțin riscantă (în apropierea pragului de rentabilitate întreprinderea este mult mai riscantă).

Știm însă că pragul de rentabilitate (PR) este dependent de

mărimea cheltuielilor fixe: $PR_{expl} = \frac{F}{1 - v}$ și atunci *levierul de exploatare (Le) este direct proporțional cu mărimea cheltuielilor fixe și cu apropierea cifrei de afaceri față de pragul de rentabilitate*:

Vânzări		180.000	$Le = 1,94$
Costuri variabile	75%	135.000	
Costuri fixe		13.800	
Amortizări		8.000	
Impozit pe profit	25%	5.800	
Profit net		17.400	

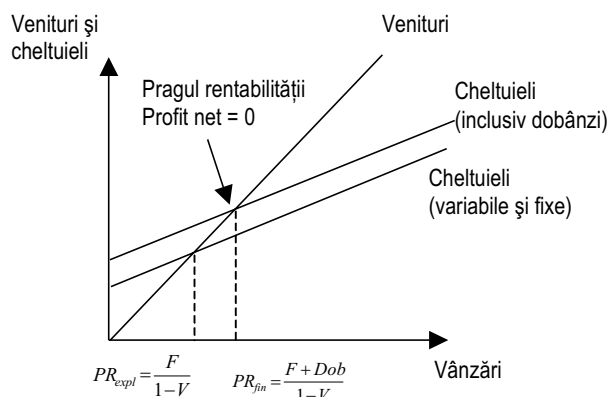
O întreprindere similară, dar cu o pondere mai mare a cheltuielilor fixe, implică o pondere mai redusă a cheltuielilor variabile, va avea un levier de exploatare proporțional mai mare:

Vânzări		180.000	$Le = 3,10$
Costuri variabile	60%	108.000	
Costuri fixe		40.800	
Amortizări		8.000	
Impozit pe profit	25%	5.800	
Profit net		17.400	

Creșterea volumului cheltuielilor fixe poate fi consecința unei dotări tehnologice și manageriale superioare. Cerința unei astfel de dezvoltări este ca respectiva dotare să se

regăsească în creșterea cifrei de afaceri. Cu fiecare procent de creștere a vânzărilor va avea loc o creștere a profitului de 3,10%, superioară întreprinderii cu dotarea inițială de numai 1,94%. Riscul de exploatare ar fi evident atunci când ar avea loc diminuarea cifrei viitoare de afaceri, căci și profitul va scădea de 3,1 ori mai mult.

Copierea acestei scheme de performanță de managementul unei firme neperformante este urmărită tocmai de riscul de exploatare în sens nefavorabil. O dotare tehnologică și managerială de aceeași factură, dar care să nu ducă la creșterea cifrei vânzărilor va fi însoțită fatalmente de riscul de exploatare. În consecință, managerii firmei neperformante, mai informați de consecințe, nu vor decide o astfel de investiție.



2. Levierul financiar elimină asimetria informațională

Riscul financiar caracterizează variabilitatea profitului net, sub incidența structurii financiare a firmei. Capitalurile împrumutate, prin ratele de rambursare a lor și prin suportarea sistematică a unor dobânzi și comisioane, antrenează o variabilitate a profitului net, o majorare a riscului financiar.

Influența îndatorării asupra rentabilității financiare (levierul financiar) este determinată de diferența dintre rentabilitatea economică și rata dobânzii, și de gradul de îndatorare (levierul). Astfel:

- dacă $R_{ec} > R_{dob}$, atunci rentabilitatea financiară este o funcție crescătoare de gradul de îndatorare;
- dacă $R_{ec} < R_{dob}$, atunci rentabilitatea financiară este o funcție descrescătoare de gradul de îndatorare a firmei,

în care:

R_{ec} = rata rentabilității economice;

R_{dob} = rata dobânzii (nete de impozit pe profit);

R_{fin} = rata rentabilității financiare.

Pornim analiza noastră de la relația efectului de levier:

$$R_{fin} = R_{ec} + \underbrace{(R_{ec} - R_{dob}) \times L}_{\text{efectul de levier}}$$

unde: $L = DAT/CPR$

Dacă vom considera R_{dob} = constantă, deci cu dispersie zero [$\sigma^2(R_{dob}) = 0$], atunci dispersia rentabilității financiare va fi:

$$\sigma^2(R_{fin}) = \sigma^2[R_{ec} + (R_{ec} - R_{dob}) \times L]$$

$$\sigma^2(R_{fin}) = \sigma^2[R_{ec} \times (1 + L)]$$

$$\sigma^2(R_{fin}) = \sigma^2(R_{ec}) \times (1 + L)^2$$

și deci riscul financiar, care se măsoară cu ajutorul abaterii medii pătratică, va fi:

$$\sigma(R_{fin}) = \sigma(R_{ec}) \times (1 + L)$$

Se observă că variabilitatea rentabilității financiare depinde de variabilitatea rentabilității economice (riscul de exploatare) și de gradul de îndatorare (riscul financiar).

Analiza riscului financiar poate fi abordată, similar celei a riscului de exploatare, cu luarea în considerare a dobânzilor și comisioanelor aferente capitalurilor împrumutate. Trebuie precizat faptul că dobânda și comisioanele (Dob) se apreciază ca o cheltuială fixă în raport cu cifra de afaceri și atunci pragul de rentabilitate financiară (PR_{fin}) se determină corespunzător:

$$PR_{fin} = \frac{F + Dob}{1 - v}$$

în care:

F = cheltuieli fixe de exploatare (exclusiv dobânzile);

Dob = dobânda, ca o cheltuială fixă financiară;

v = coeficient privind ponderea cheltuielilor variabile în cifra de afaceri.

Evaluarea riscului financiar se face cu ajutorul *levierului financiar* (L_f):

$$L_f = \frac{CA_0}{CA_0 - PM'}$$

$L_f = (DPN/PN)/(DCA/CA)$

PN = profitul net

CA = cifra de afaceri.

În lipsa îndatorării, levierul financiar este egal cu levierul de exploatare:

Vânzări		180.000	$L_f = L_e = 1,94$
Costuri variabile	75%	135.000	
Costuri fixe		13.800	
Amortizări		8.000	
Impozit pe profit	25%	5.800	
Profit net		17.400	

Știm însă că *levierul financiar* (L_f) este proporțional cu mărimea dobânzilor și comisioanelor, cheltuieli care determină apropierea cifrei de afaceri față de pragul de rentabilitate:

Vânzări		180.000	$L_f = 2,62$
Costuri variabile	75%	135.000	
Costuri fixe		13.800	
Amortizări		8.000	
Dobânzi	12%	6.000	
Impozit pe profit	25%	4.300	
Profit net		12.900	

O întreprindere îndatorată, deci care plătește dobânzi și comisioane bancare, are un levier financiar mai mare decât al unei întreprinderi neîndatorate. Creșterea cifrei de afaceri a întreprinderii îndatorate va fi însoțită de o creștere a profitului net de 2,62 ori mai mult în raport cu creșterea de numai 1,94 ori la întreprinderea neîndatorată. Explicația rezidă în economia de impozit pe care o înregistrează întreprinderea îndatorată ca urmare a caracterului deductibil al dobânzilor și comisioanelor din profitul impozabil. Drept urmare, această economie (= dobânzi - cota de impozit) se regăsește direct în profitul net al întreprinderii îndatorate.

Riscul financiar este și mai evident atunci când întreprinderea înregistrează o reducere a vânzărilor după îndatorare. Reducerea profitului net va fi atunci de 2,62 ori mai mare, în raport cu 1,94 ori la întreprinderea neîndatorată.

În general, managerii unei firme îndatorate sunt mai bine apreciați și remunerați decât cei ai unei întreprinderi neîndatorate. Managerii care își asumă creșterea plăților pentru plata dobânzilor și comisioanelor, precum și a ratelor scadente la creditele solicitate, suplimentar plăților de exploatare de la întreprinderile neîndatorate, au o deschidere a accesului la sursele de capital (proprie și împrumutate) și pot iniția proiecte de investiții mai ambițioase. Managerii întreprinderilor neperformante care ar dori să copieze rata de îndatorare a întreprinderilor performante de mai sus nu ar putea face față plăților suplimentare generate de îndatorare ca urmare a precarității lichidităților de care aceștia dispun.

Concluzie

Asimetria de informații poate fi folosită neloyal de către managerii întreprinderilor neperformante pentru a copia scheme de dezvoltare, de structură a cheltuielilor fixe și variabile sau de îndatorare pentru a emite o altă imagine despre activitatea lor. Ei știu foarte bine că dezvoltarea preconizată este nesustenabilă, dar speră să obțină o apreciere artificială despre performanța lor și facilități de finanțare de la bănci.

Este de datoria managerilor întreprinderilor performante să ridice mereu ștacheta performanței pentru a crea o barieră la intrarea celor nesinceri în schemele lor de dezvoltare și de finanțare. De asemenea, este sarcina băncilor să filtreze foarte atent cererile de credite pentru proiecte de investiții și să le analizeze întotdeauna pe ansamblul întreprinderii solicitatoare pentru a evalua sustenabilitatea lor.

Bibliografie

- Altman, E.I., „Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*, 23, Sept. 1968, pp. 589-609
- Brealey, R., Myers, St. (2005). *Principles of Corporate Finance*, 7th edition, The McGraw Companies, Inc.
- Charreaux, G. (2000). *Gestion financière*, Litec, Paris

- Charreaux, G. (1995). *Finance d'entreprise*, Litec, Paris
- Halpern și autorii (1998). *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, pp. 144-165
- Ross and co-authors (1999). *Corporate Finance*, 2nd canadian edition, McGraw Hill Ryerson Limited, pp. 743-753
- Van Horne, J. (1998). *Financial Management and Policy*, 11th edition, Prentice Hall, New Jersey, pp. 727-75