

CURS 1

PIEȚELE ȘI INSTITUȚIILE FINANCIARE

Sumar:

1. *Bilanțul contabil și finanțarea firmelor*
2. *Obiectivul managementului financiar*
3. *Problema de agent sau mandat și controlul corporației*
4. *Piețele financiare*

1. Bilanțul contabil al firmei

Activele firmei sunt prezentate în partea stângă a bilanțului. Aceste active sunt clasificate ca fiind fixe și curente. **Activele fixe** (active de investiții) sunt cele care vor dura o perioadă lungă de timp (peste un an), cum sunt clădirile, echipamentele sau terenurile. Ele reprezintă *utilizările permanente* sau *durabile*. Anumite active fixe sunt tangibile ca mașinile, clădirile, echipamentele. Alte active fixe sunt intangibile, ca patentele, programele de calculator sau licențele. O altă categorie de active și anume **activele curente** (active de exploatare) se referă la activele cu o durată de viață scurtă (sub un an), ca stocurile sau disponibilități în conturi bancare și valorile mobiliare de plasament. Aceste active și schimbă în mod continuu în cadrul ciclului operațional forma materială și utilitatea.

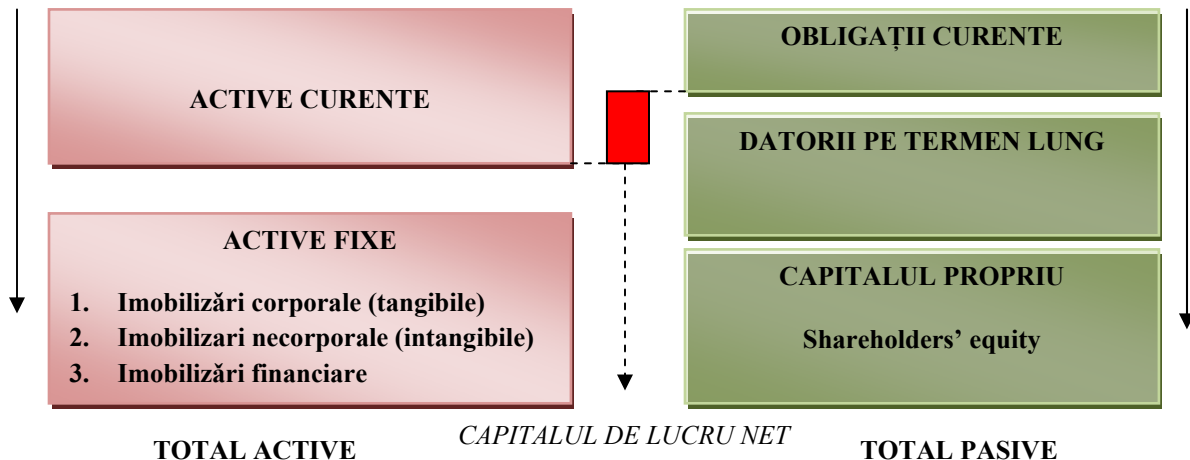


Fig.1 Bilanțul contabil al unei firme

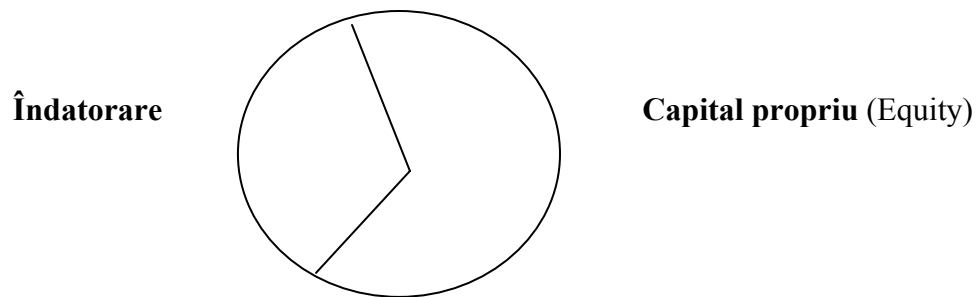
Înainte ca o companie să investească într-un activ, ea trebuie să obțină fondurile necesare. Formele de finanțare sunt reprezentate în partea dreaptă a bilanțului contabil. O datorie pe termen scurt este numită *obligație curentă* sau *pasiv curent* și are o exigibilitate < 1 an. Pasivele curente sunt formate din împrumuturi și alte obligații care trebuie să fie restituite în maxim un an de zile. Datoria pe termen lung înseamnă o restituire a creditului într-o perioadă mai mare de un an de zile (maturitate > 1 an). Capitalul propriu (shareholders' equity) reprezintă

diferența dintre valoarea activului total și datoriile firmei. Prin urmare, acesta reprezintă o pretenție reziduală asupra activelor firmei.

Din modelul bilanțului contabil al firmei se pot degaja următoarele probleme:

- ✓ *În ce active pe termen lung firma trebuie să investească?* Această problemă se referă la partea din dreapta a bilanțului contabil. Desigur tipurile și proporția activelor firmei sunt determinate de natura afacerii. Noi folosim termenul de „**capital budgeting**” (evaluarea investițiilor directe și finanțarea lor) pentru a descrie procesul de realizare și managementul cheltuielilor cu activele pe termen lung (*finanțare pe termen lung*).
- ✓ *Cum poate firma să crească volumul de cash pentru a susține cheltuielile de capital necesare?* Problema vizează partea stângă a bilanțului contabil. Răspunsul la această problemă vizează **structura de capital** a firmei, adică proporțiile în care este finanțată firma (pasive curente, datorii pe termen lung și capitalul propriu).
- ✓ *Cum ar trebui gestionate fluxurile de numerar generate de activitățile de exploatare sau operaționale?* Această problemă este reflectată în partea superioară a bilanțului contabil. De multe ori apare un decalaj între intrările și ieșirile de numerar în timpul activităților operaționale. Managementul firmei trebuie să gestioneze aceste decalaje între fluxurile de numerar prin intermediul **capitalului de lucru net**. **Capitalul de lucru net** este definit ca fiind alcătuit din *active curente minus obligații curente*, iar acest subiect este specific *finanțării pe termen scurt*.

Aranjamentele financiare determină modul în care valoarea firmei se modifică. După ce o firmă a efectuat investiții (capital budgeting) ea poate determina valoarea activelor sale și structura de capital. Firma ar putea inițial să crească cash-ul investind în activele sale mai mult prin îndatorare decât prin creșterea capitalului propriu.



STRUCTURA DE CAPITAL

Rolul managerului financiar este acela de a crea valoare din activitățile de investire, finanțare și utilizare a capitalului de lucru net. Cum se poate crea valoare?

- ✓ Prin cumpărarea de active care generează mai mult cash decât costă acestea;
- ✓ Vânzarea de acțiuni, obligațiuni și alte instrumente financiare ce vor genera mai mult cash decât costul lor.

Astfel firma trebuie să creeze mai mult cash decât ea folosește. Fluxurile de numerar plătite deținătorilor de obligațiuni și acțiuni de către firmă trebuie să fie mai mari decât fluxurile de numerar pe care firma le-a primit de la aceștia. O corelare a activităților firmei cu piețele financiare este ilustrată în figura 2.

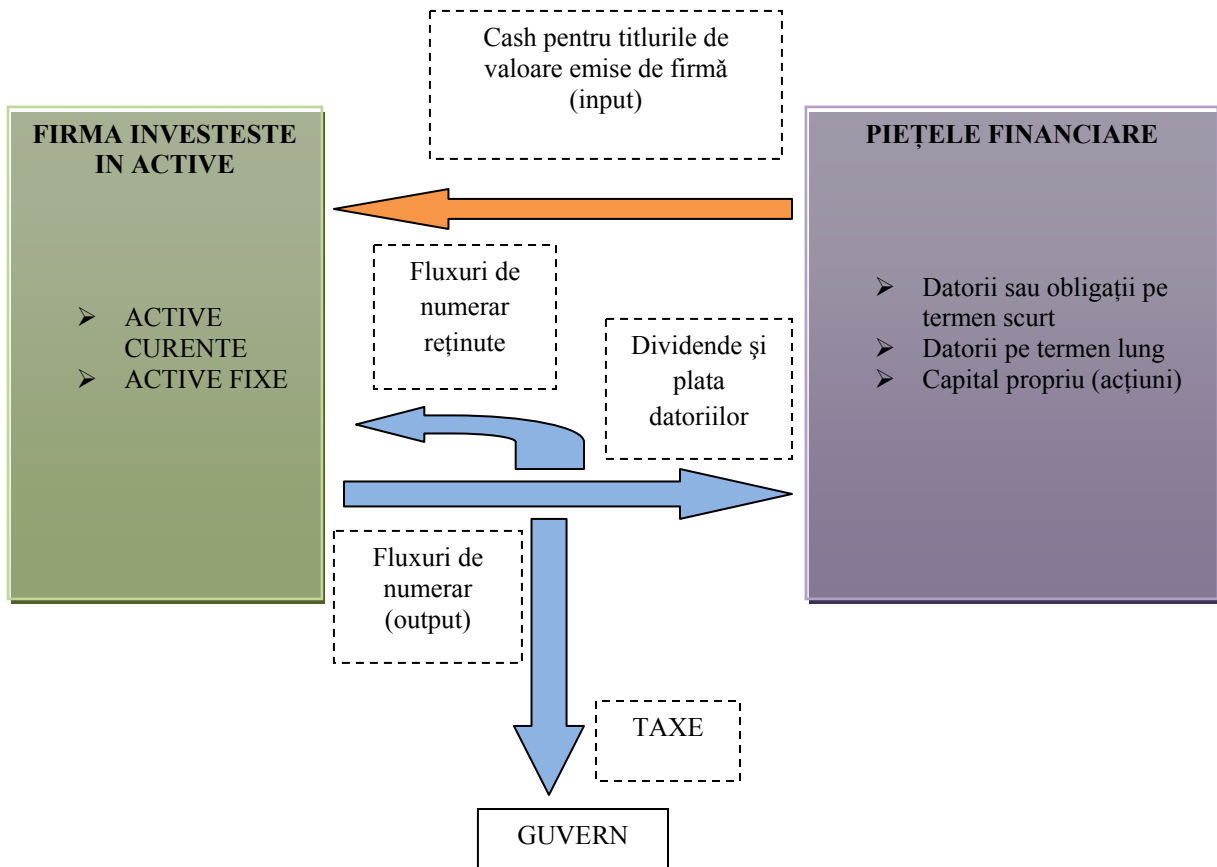


Fig.2 Fluxurile de numerar dintre firmă și piețele financiare

Mecanismul de alocare rațională a capitalurilor în proiectele de investiții necesită respectarea următoarelor principii:

- **Relația „rentabilitate – risc”** înseamnă că investițiile în proiectele mai riscante necesită o rentabilitate potențială mai mare. Practic, un investitor analizează oportunitatea de a renunța la un consum imediat pentru unul viitor prin investirea unei părți sau în totalitate a averii sale într-o afacere cu speranța că va obține o valoare finală V_f superioară celei inițiale I_0 . Cât de mare trebuie să fie V_f pentru ca investiția să fie justificată?
 - ✓ *Rata rentabilității calculată ca raport al surplusului de valoare ($V_f - I_0$) față de investiția inițială I_0 trebuie să fie mai mare decât rata inflației.* Prin urmare, finanțarea proiectelor de investiții trebuie să genereze o rentabilitate mai mare decât inflația;
 - ✓ *Proiectele de investiții mai puțin riscante au șanse mai mari să aibă o rată a rentabilității mai mare decât rata inflației, chiar în cazul unei conjuncturi economice nefavorabile.* De exemplu, un proiect are o rată de rentabilitate potențială de 8% și $\frac{3}{4}$ șanse ca abaterile să se încadreze în intervalul $\pm 3\%$. În

cazul unei rate a inflației de 5%, acest proiect are $\frac{3}{4}$ șanse să amplifice Vf sau să o conserve. Dacă se ține cont de situația cea mai bună, rentabilitatea potențială va fi de 11%, deci se obține o creștere a valorii investiției cu $11\% - 5\% = 6\%$. În cazul cel mai nefavorabil, rata de rentabilitate potențială va fi $8\% - 3\% = 5\%$ și se înregistrează o conservare a valorii finale (Io).

- **Rata dobânzii fără risc** exprimă oportunitatea minimă de investire. Rata normală de rentabilitate (k) în funcție de care se evaluează un proiect de investiții se determină cu relația $k = R_f + \pi$, unde R_f = rata rentabilității fără risc, π este prima de risc suplimentară aferentă categoriei respective de investiții. $R_f = R_r + \pi_{infl}$, unde R_r este rata reală minimă din economie, de exemplu rata de creștere a PIB-ului și π_{infl} este prima de inflație. În final se obține $k = R_r + \pi_{infl} + \pi_{riscuri}$
- În evaluarea proiectelor de investiții se consideră ca fiind mai importante veniturile viitoare **cash-flow-uri disponibile** obținabile și nu profiturile estimate. Cash-flow-ul disponibil **CFD** se determină folosind formula următoare: $CFD = EBIT(1-i) - \Delta A$, unde EBIT este profitul înainte de dobândă și impozitare, i = cota unică de impozitare, iar ΔA reflectă variația activului total sau creșterea economică (investiții noi – dezinvestiții în activele fixe și activele curente).

2. Obiectivele managementului financiar

În practică, managementul financiar al unei firme urmărește mai multe obiective:

- Supraviețuirea firmei
- Evitarea dificultăților financiare și a falimentului
- Să găsească soluții pentru a face față concurenței
- Să maximizeze vânzările sau cota de piață
- Să minimizeze costurile
- Să maximizeze profiturile
- Să mențină creșterea câștigurilor

În figura 3 sunt prezentate *fluxurile monetare și materiale* din cadrul unei firme sau corporații. Obiectivul maximizării profiturilor se referă la cele pe termen lung sau mediu, dar este mai puțin clar ce înseamnă acesta pentru firmă. Profitul contabil este diferit de potențialul financiar al firmei. Ce înseamnă pe termen lung sau termen scurt profitul contabil este o altă problemă ce necesită lămuriri.

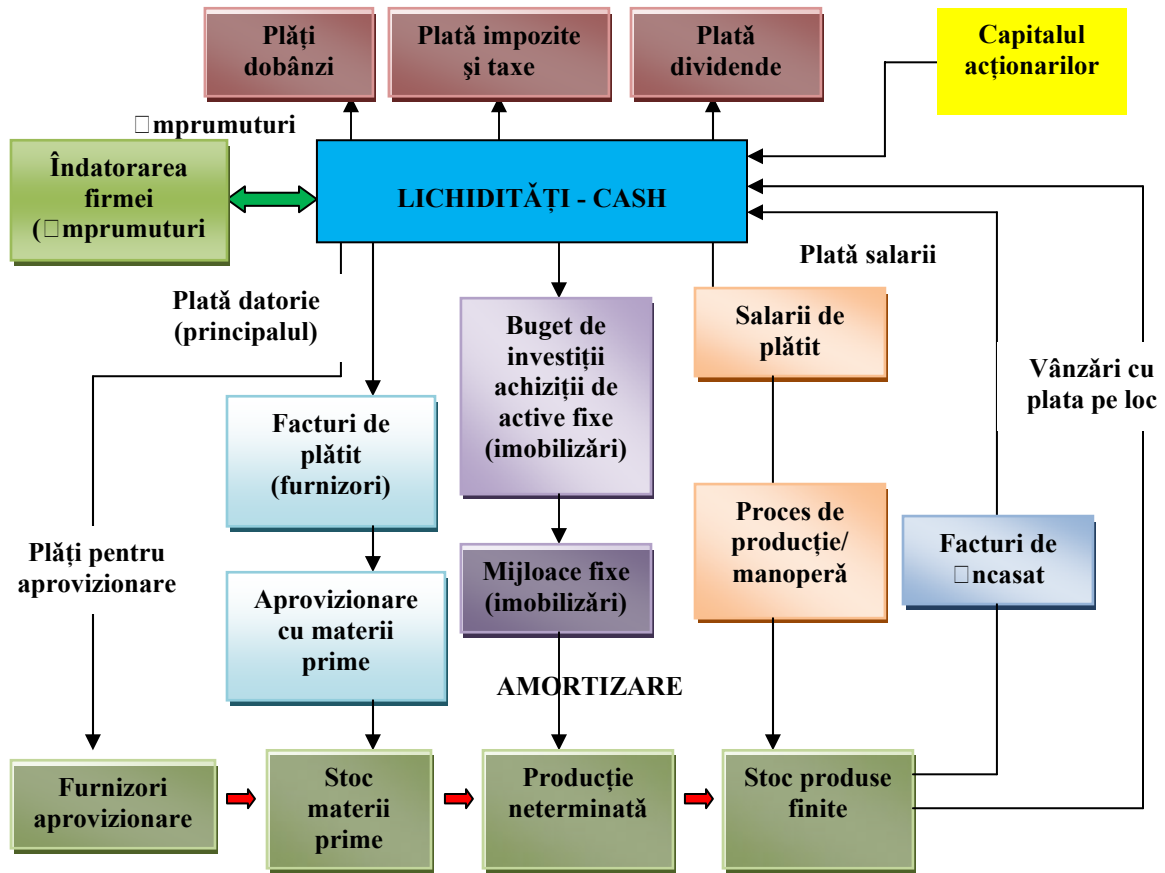


Fig.3 Fluxurile monetare și materiale existente într-o firmă

! Obiectivul managementului financiar este acela de a maximiza valoarea curentă pe acțiune a pachetului de acțiuni existent.

! Acționarii dintr-o firmă sunt proprietari reziduali, deoarece ei sunt ultimii după angajați, furnizori și creditori ce vor fi despăgubiți.

Maximizarea bunăstării sau a averii – maximizarea profiturilor

Rentabilitatea X care determină o valoare formală Vf mai mare decât cea inițială Vo este analizată ca flux net de trezorerie (cash-flow). Profitul nu este deci o mărime monetară, ci doar o potențialitate de a se transforma în cash după încasare. Pe termen lung, profitul este egal cu cash-flow-ul, dar pe termen scurt aceste mărimi sunt diferite. Diferențele apar ca decalaje de timp dintre veniturile și cheltuielile reflectate în contul de profit sau pierderi, pe de o parte, și încasările și plățile aceleiași perioade care dau mărimea cash-flow-urilor pe de altă parte.

Obiectivul major pe care îl vizăm pentru firmă este maximizarea valorii de piață (de oportunitate) a averii investitorilor de capital. Cele mai bune decizii financiare (de investiții și de finanțare) se vor reflecta în creșterea valorii de piață a capitalurilor (proprie și împrumutate) ale firmei.

O societate comercială este o concentrare de persoane și/sau capitaluri investite cu personalitate juridică, urmărind un scop economic și lucrativ ce desfășoară activități economice profitabile.

Societatea pe persoane (în nume colectiv, în comandită simplă), de capitaluri (în comandită pe acțiuni, pe acțiuni – SA) sau mixte, de persoane și de capitaluri (societate cu răspundere limitată – SRL).

3. Problema de agent sau de mandat și controlul corporației

Apariția unei probleme de agent este posibilă atunci când managerul unei firme nu este proprietarul acesteia sau deține mai puțin de 100% din capitalul social. Apare astfel un conflict potențial între acționari sau proprietari și agent sau manager.

În cazul în care există o separare a proprietarilor de capitaluri (principali) de manageri (agenți) în cazul unei firme, există posibilitatea ca dorințele proprietarilor să fie ignorate de manageri. Ori de câte ori proprietarii (sau managerii) delegă autoritatea de a lua decizii altora, o relație de agenție sau de mandat apare între cele două părți. Relațiile de agenție ca acelea dintre acționari și manageri pot fi foarte eficiente atâta timp cât managerii iau decizii într-o manieră ce corespunde intereselor acționarilor. Totuși, când interesele managerilor sunt divergente de cele ale proprietarilor, atunci deciziile managerilor reflectă cu o probabilitate mai mare preferințele managerilor decât cele ale proprietarilor.

În general, proprietarii de capitaluri caută să-și maximizeze valoarea pe care o dețin. Când managerii dețin și ei pachete importante de acțiuni, atunci ei vor acționa pentru creșterea valorii titlurilor. Totuși, când nu au acțiuni sau relațiile cu proprietarii nu sunt foarte bune, managerii preferă să-și maximizeze câștigurile personale în detrimentul valorii de piață a acțiunilor companiei. Un astfel de comportament poate conduce la scăderea cursului acțiunilor și în adoptarea de decizii strategice care nu mulțumesc pe acționari. Există mai multe cazuri specifice teoriei de agent sau de mandat:

- ✓ *Amenințarea cu preluarea*, atunci când capitalul social este subevaluat în comparație cu potențialul său, iar managerii acționează să crească prețurile acțiunilor pentru a evita o astfel de posibilitate
- ✓ *Pilula otrăvită pentru a evita o preluare ostilă*. De exemplu, vânzarea de acțiuni (pachete majore) la prețuri scăzute tuturor acționarilor, mai puțin celor care au intenția de a prelua controlul asupra companiei
- ✓ *Stimulente acordate managerilor* pentru convergența obiectivelor.

Proprietarii care delegă autoritate decizională agenților lor (manageri), iar aceștia acționează pentru maximizarea câștigurilor proprii în detrimentul acționarilor, aceștia se vor confrunta atât cu o pierdere de câștiguri potențiale generate de adoptarea unor decizii strategice în defavoarea lor cât și/sau cu costuri suplimentare de monitorizare și control proiectate să minimizeze consecințele deciziilor defavorabile lor. Prin urmare, *costurile de agent* se determină

prin însumarea costurilor problemelor de agent cu cele aferente acțiunilor inițiate pentru minimizarea problemelor de agent.

Deoarece proprietarii au acces numai la un volum limitat de informații disponibile executivilor cu privire la performanța firmei, ei nu pot să-și permită să monitorizeze fiecare decizie sau acțiune a managerilor, aceștia fiind adesea liberi să-și urmărească interesele proprii. Această problemă este cunoscută sub numele de *problema hazardului moral*.

Ca urmare a hazardului moral, executivi pot să proiecteze strategii care oferă cele mai mari beneficii posibile pentru ei, iar proprietarii organizației sunt trecuți pe un loc secund. De exemplu, managerii pot să vândă produse la finalul anului în cantități mai mari pentru a beneficia de bonusuri aplicând rate de reducere semnificative care pot amenința stabilitatea prețului pentru anul următor.

A doua cauză majoră ce contribuie la formarea costurilor de agent este cunoscută sub numele de *selecție adversă*. Aceasta se referă la abilitatea limitată pe care acționarii o au pentru a determina în mod precis competențele și prioritățile executivilor în momentul în care aceștia sunt angajați.

Soluția cea mai cunoscută la dilema morală sau problemelor de selecție adversă constă în încercarea proprietarilor de a apropia mai mult interesele lor de cele ale agenților prin folosirea unui sistem de bonusuri. Dintre acestea cea mai cunoscută metodă constă în atragerea executivilor la profit prin acordarea de acțiuni în condiții avantajoase. Convergența intereselor proprietarilor și a managerilor este esențială pentru reducerea problemelor de agent.

Problemele care apar din relația de agent sau de mandat:

- *Executivii urmăresc mai degrabă să crească mărimea companiei decât să-și maximizeze câștigurile*, deoarece aceste măsuri contribuie la creșterea randamentului acțiunilor. Totuși, deoarece managerii sunt în mod obișnuit mai bine compensați prin creșterea mărimii companiei decât pentru creșterea câștigurilor, ei vor lua decizii ce urmăresc creșterea companiei prin operațiuni de fuziuni sau achiziții.

Acest aspect se explică prin faptul că statutul managerilor în comunitatea de afaceri este în mod obișnuit asociat cu mărimea firmei. În plus, executivi au nevoie să creeze oportunități de avansare pentru subordonați, iar achizițiile pot reprezenta o soluție.

- *Executivi caută să diversifice riscul companiei*. Pe când acționarii pot să-și diversifice investițiile individual pentru a reduce riscul de portofoliu, carierele și stimulentele managerilor sunt legate de performanțele unei singure companii. Prin urmare, executivii caută să reducă riscurile prin diversificarea operațiunilor firmei. În felul acesta se obține o reducere a riscului operațional, dar și a veniturilor firmei. Acest ultim aspect nemulțumește profund pe acționari.

În final, crearea de echipe de executivi din diferite diviziuni organizaționale poate ajuta compania să-și focalizeze acțiunile asupra performanței mai degrabă la nivel organizațional decât local pe obiective individualizate. Prin utilizarea de echipe de executivi interesele proprietarilor adesea sunt mai bine prioritizate în raport cu ale lor.

4. Piețele financiare

Activele reale sunt folosite pentru a produce bunuri și servicii (teren, clădiri, mașini, cunoștințe etc.). Activele financiare cum sunt acțiunile și obligațiunile nu contribuie în mod direct la formarea capacității de producție a unei economii. Aceste active sunt mijloace prin care indivizii au anumite drepturi asupra activelor reale. *Activele financiare sunt drepturi asupra*

veniturilor generate de activele reale. De exemplu, dacă nu deținem un service auto (un activ real) noi putem cumpăra acțiuni la Oltchim sau ALRO Slatina (active financiare).

În timp ce activele reale generează **venit net** pentru economie, activele financiare în mod simplu stabilesc **alocarea venitului** sau a prosperității create printre investitori. Indivizii și companiile pot opta pentru un consum al averii lor imediat sau pot să aleagă să-l consume în viitor prin efectuarea de investiții pentru a-l multiplica. Dacă ei aleg să investească, ei trebuie să-și plaseze averea/banii în active financiare prin achiziția directă a titlurilor de valoare. Când investitorii cumpără valorile mobiliare ale unei firme, aceasta din urmă utilizează banii pentru efectuarea de plăți pentru achiziționarea sau exploatarea activelor reale ca fabrici, echipamente, tehnologii sau stocuri. Astfel, *veniturile investitorilor aferente valorilor mobiliare achiziționate provin din veniturile produse de activele reale care au fost finanțate prin emiterea și comercializarea titlurilor de valoare*.

Există mai multe tipuri de active financiare: *active financiare cu venit fix, capital propriu (equity) și derivate*. **Titlurile cu venit fix** promit un flux de venituri constante sau un flux de venituri ce este determinat pe baza unei formule specifice. De exemplu, obligațiunile care asigură deținătorilor un venit fix sub forma dobânzii în fiecare an (cupon fix). Alte titluri de valoare numite obligațiuni cu rată flotantă promit plăți deținătorilor ce depind de ratele dobânzii curente. De exemplu, o obligațiune poate genera o rată a dobânzii ce este fixată la două procente peste rata plătită pentru bonurile de tezaur sau titluri de stat. Plățile aferente titlurilor sunt plătite fie la o rată fixă sau la una determinată pe baza unei formule.

Capitalul propriu (equity) reflectat prin acțiuni comune care nu promit plăți obligatorii. Deținătorii primesc dividende pe care firma le alocă acționarilor în funcție de aportul lor la capital. Investițiile în „equity” tind să fie mai riscante decât investițiile în titluri cu venituri fixe.

Derivatele ca opțiuni și *contractele futures* generează plăți care sunt determinate pe baza prețurilor altor active ca obligațiunile și acțiunile. De exemplu, o **opțiune call** pe o acțiune Intel ar putea fi mai puțin valoroasă pentru investitor dacă prețul acțiunii depășește nivelul stabilit când a fost achiziționată opțiunea. Aceste titlurile sunt numite derivate, deoarece valorile lor derivă din prețurile altor active financiare. Prin urmare, valoarea unei opțiuni call va depinde de prețul acțiunii Intel. Derivatele sunt folosite pentru a lua poziții speculative sau pentru operațiuni de *hedging* (reducerea riscurilor) pe piața de capital.

Din punct de vedere operațional există **piețe spot** - cu livrare pe loc și **piețe future** - cu livrare la o dată viitoare (de exemplu, piețele de opțiuni).

Piețele financiare facilitează toate transferurile de economii de la investitori la cei care au nevoie de finanțare (vezi figura 4). În schimbul fondurilor primite, solicitatorii de capitaluri emit titluri financiare (monetare și de capital) care atestă dreptul de creanță asupra remunerării și recuperării acestor economii. Există transferuri pe termen scurt, cât și pe termen mediu și lung.

Piețele financiare și diversele instrumente financiare tranzacționate pe aceste piețe permit investitorilor cu apetit mai mare pentru risc să achiziționeze active financiare mai riscante, iar cei care nu agreează riscurile pentru achiziționarea de active mai puțin riscante. De exemplu, obligațiunile sunt mai puțin riscante decât acțiunile.

Piețele financiare sunt foarte competitive asta înseamnă că sunt puține șanse de a găsi titluri care sunt subapreciate sau supraapreciate. Investitorii fac plasamente pentru venituri viitoare anticipate, dar aceste venituri foarte rar pot fi anticipate cu precizie.

Portofoliul investitorului reprezintă o colecție de active de investiții. Acesta este actualizat sau reechilibrat în timp. *Diversificarea* înseamnă că multe active sunt ținute în

portofoliu astfel încât expunerea la un activ particular este limitată. Prin diversificare se obține o reducere a riscurilor asociate portofoliului.

Piața monetară se referă la titlurile de valoare cu venit fix ce sunt emise pe termen scurt, foarte mult tranzacționate și, în general, cu riscuri foarte mici. De exemplu, certificatele bancare de depozit.

Prin *termen scurt* se înțelege transferul titlului cu o scadență a rambursării de până la maximum un an. Titlurile de creanță ale acestor transferuri pe termen scurt sunt denumite **titluri monetare** și cuprind certificatele de depozit, efectele comerciale (cambii, bilete la ordin, cecuri), bonurile de tezaur și biletele de trezorerie.

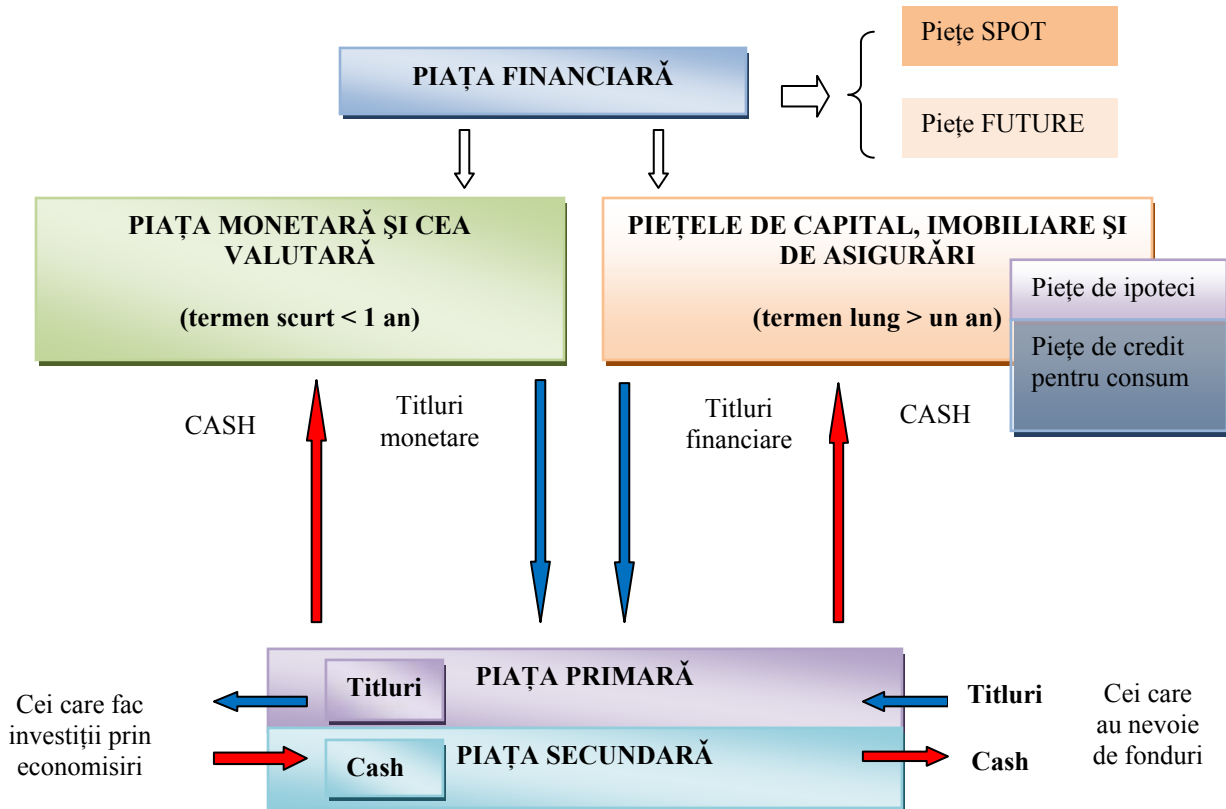


Fig. 4 Structura pieței financiare

Piețele de capital cuprind titlurile de valoare emise pe termen lung. De exemplu, obligațiunile municipale. Aceste titluri se plasează între cele foarte sigure și cele cu riscuri relativ mari (de exemplu, obligațiuni cu randament foarte mare).

Titlurile care reflectă transferurile pe termen lung sunt denumite **titluri financiare de capital** și se referă la valorile mobiliare sub formă de obligațiuni de stat, acțiuni, contracte de credit pe termen lung și cele de leasing, contracte de credit ipotecare, polițe de asigurare etc. Transferurile sunt pe termen lung dacă au o scadență mai mare de un an.

Piața primară asigură economisirea și prima vânzare a tuturor titlurilor noi (plasarea noilor emisiuni de titluri). *Valoarea de emisiune* se stabilește în mod administrativ pe baza atractivității titlurilor. Acest segment primar este alcătuit din bănci și societăți de servicii de investiții financiare.

Piața secundară pentru revânzarea repetată a titlurilor după emisiune și prima vânzare. Piața primară se distinge de cea secundară prin faptul că este singura ce determină creșterea volumului total de titluri monetare și de capital din economie. Pe segmentul secundar se schimbă doar proprietarul, dar nu se modifică volumul titlurilor din economie.

Intermediarii financiari sunt instituții care „conectează” pe cei care doresc să se împrumute cu cei care au disponibilități pe care doresc să le plaseze, deoarece ei sunt dispuși să economisească. De exemplu, băncile, companiile de investiții, companiile de asigurări și uniunile de credit. Acești intermediari se diferențiază de celelalte cazuri prin faptul că atât activele cât și obligațiile sunt în mare parte de natură financiară.

Piețele de ipotecă sau împrumuturi cu garanții imobiliare și **piețele de credit pentru consum** reflectate prin împrumuturi ce sunt garantate cu bunuri, de exemplu, autoturisme și sunt componente ale pieței de capital.

LIBOR market / *London Interbank Offer Rate* este rata la care marile bănci din Londra sunt dispuse să se împrumute între ele. Această rată a devenit rata dobânzii pe termen scurt ce reprezintă o rată de referință pentru realizarea unui număr mare de tranzacții.

Operațiunile repo înseamnă vânzarea de termen scurt de titluri de stat cu un acord de reachiziționare a acestora la un preț mai mare (de obicei, overnight).

Piețele de capital sunt **de licitație** sau **de negociere**. **Piața bursieră de licitație** cu cotație centralizată, la bursă, a cursului bursier pe fiecare titlu, la BVB (Bursa de Valori București). Această piață este tangibilă, deoarece ea poate fi localizată fizic și operează cu prețuri de echilibru.

Piața de negociere (OTC), adică „*Over the Counter*” este o rețea de tranzacții cu titluri în afara (ringului) bursei. Această piață este intangibilă, întrucât tranzacțiile pe aceste piețe se realizează în diverse locuri, la bănci și la SIF-uri, dar într-o rețea electronică de comunicații care asigură transparența și siguranța investitorilor.