

## FACTORII DE INFLUENȚĂ ASUPRA MECANISMELOR DE FINANȚARE PE TERMEN LUNG

**DUMBRAVANU Lilia, lect. univ., USARB**

*The need to choice this subject arises from the fact that the choice of financing options is influenced by financing mechanisms for business. So, we considered that, initially, it is useful to identify and analyze the concept of potential factors that may influence the choice of financing method for enterprise.*

*In the content of this article are identified and studied several factors influencing on financing mechanisms, like: risk level for business; firm position regarding taxes; financial flexibility or ability to obtain capital on reasonable conditions; sales stability; competitive structure; operational leverage; growing rate; profitability; control; skills of management team; market conditions; firm internal conditions etc.*

*Thus, knowing the identity of each factor separately and its effects, the economic agent can choose between several financing options the option corresponding for his business.*

*Cuvinte – cheie: factori de influență, mecanism de finanțare, finanțare pe termen lung, întreprindere.*

Actualitatea subiectului ales pentru cercetare derivă din faptul că, deși fiind unul extrem de util, demersul de identificare a factorilor determinanți ai opțiunilor de finanțare ale firmelor nu este totuși unul facil. Modalitățile în care este abordată structurarea și descrierea acestora sunt extrem de diferite în literatura de specialitate.

În unele lucrări se preferă o abordare enumerativă, de tip „listă”. Astfel, *Halpern, Weston și Brigham* [ 1, p. 631] menționează că există câțiva factori semnificativi care influențează deciziile firmelor privind finanțarea:

- gradul de risc al afacerilor;
- poziția firmei în ceea ce privește impozitele;
- flexibilitatea financiară sau capacitatea de a obține capital în condiții rezonabile.

Alături de factorii anterior menționați, considerați ca cei mai importanți în luarea deciziilor privind modul de finanțare, cei trei autori, *Halpern, Weston și Brigham*, [1, p. 655] subliniază că nu trebuie neglijat nici rolul altor factori, cum ar fi: *stabilitatea vânzărilor; structura competitivă; levierul operațional; rata de creștere; profitabilitatea; economii la impozite care nu se datorează capitalului împrumutat; controlul; atitudinile echipei manageriale; atitudinile ofertantului de credit și ale agenților de rating; condițiile pieței; condițiile interne ale firmei.*

Se observă că lista factorilor determinanți ai structurii financiare include în cea mai mare parte factori specifici firmei, de genul structurii activelor, profitabilității sau ratei de creștere, dar și factori care se manifestă la nivel macroeconomic ori sunt specifici sectorului de activitate.

În mod asemănător, autorul *Onofrei M.* [3, p. 95] invocă aceiași trei factori care au fost menționați anterior, ca cei mai importanți determinanți ai deciziilor de finanțare, precizînd totodată, că structura financiară a firmei se fundamentează pe următoarele premise ce se condiționează reciproc atît din punct de vedere cantitativ, cît și calitativ:

CONFERINȚA ȘTIINȚIFICĂ INTERNAȚIONALĂ  
**ASIGURAREA VIABILITĂȚII ECONOMICO-MANAGERIALE PENTRU DEZVOLTAREA DURABILĂ A ECONOMIEI REGIONALE  
ÎN CONDIȚIILE INTEGRĂRII ÎN UE**

- *devizul financiar brut al firmei* (pentru o firmă se impune stabilirea dimensiunii necesarului de finanțat, de acoperit fie prin intermediul autofinanțării, fie prin apelul la surse externe);
- *dimensiunea firmei* (face posibilă sau exclude recurgerea la anumite surse de finanțare care reclamă un suport patrimonial și garanții reale sau impun existența unor forme juridice specifice întreprinderii, influențând totodată și eventuala cotație a titlurilor la bursa de valori cu toate consecințele pozitive pe care le antrenează în planul finanțării ulterioare a firmelor);
- *durata ciclului de producție* (determină necesitatea unui sprijin financiar temporar prin intermediul împrumuturilor pe termen lung pentru procesele productive mai îndelungate);
- *importanța acționarilor majoritari* (facilitează prin capacitatea lor tehnică și financiară recurgerea la surse externe în condiții mai avantajoase și pe termene mai lungi).

Toate aceste premise descrise anterior pot fi incluse, ca urmare a rolului lor în stabilirea de către firme a modalităților de finanțare, în categoria factorilor determinanți ai opțiunilor de finanțare.

Pornind de la aceste considerente și altele enunțate în lucrări reprezentative din domeniul finanțelor, putem afirma că o listă a factorilor care influențează alegerea între diferite alternative de finanțare a firmei ar include: *costul capitalului; gradul de risc al afacerilor firmei; avantajele de natură fiscală; rentabilitatea financiară; asigurarea echilibrului financiar minim; dimensiunea firmei; durata ciclului productiv; statutul juridic al companiei; condițiile de pe piețele financiare sau procedura de obținere a finanțării.*

Alături de abordarea enumerativă, care oferă în cele mai multe cazuri argumente de ordin intuitiv în selectarea factorilor determinanți ai finanțării, o altă modalitate care poate fi utilizată constă în extragerea lor din ipotezele și concluziile principalelor teorii privind structura financiară. Astfel, pentru a explica modul în care se finanțează firmele, acestea apelează frecvent la anumite concepte, despre care se poate afirma că desemnează factori determinanți ai opțiunilor de finanțare: *economiile fiscale; asimetria informațională; costurile directe și indirecte de faliment; costurile de agent; flexibilitatea financiară.*

În baza predicțiilor realizate de aceste teorii, dar și al răspunsurilor oferite de principalii decidenți la nivelul firmei, managerii financiari, alți autori (Vernimmen ș.a.) [5, p. 513], ca factori determinanți în procesul de alegere între capitalul propriu și datorii, evidențiază: *condițiile macroeconomice* (ratele reale ale dobânzii și creșterea economică); *dorința managerului financiar de a păstra un anumit grad de flexibilitate financiară; ciclul de viață al firmei și structura de capital a firmelor concurente; preferințele acționarilor determinate de aversiunea lor față de risc; oportunitățile de finanțare.*

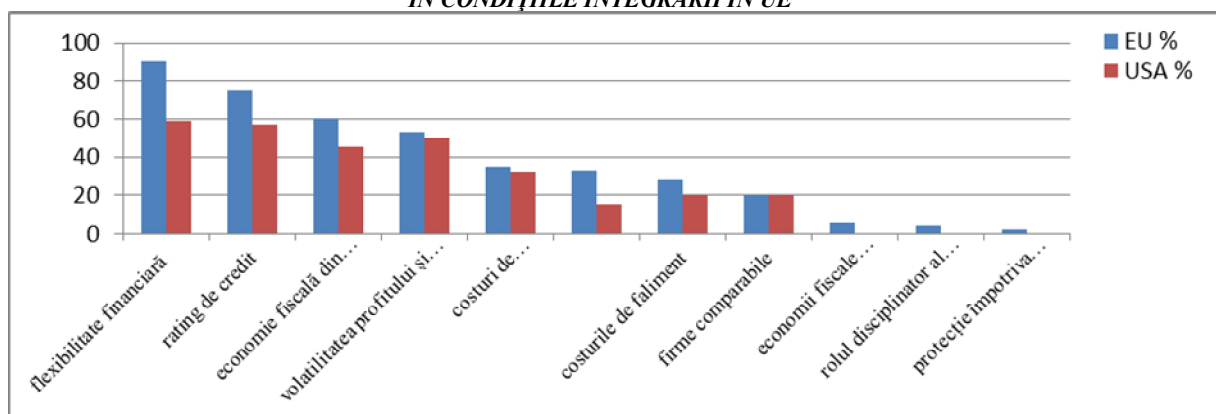
Procesul de identificare și structurare a factorilor determinanți ai opțiunilor de finanțare ale firmelor poate avea la bază studiile empirice realizate în acest domeniu.

Astfel, potrivit lui Bancel și Mittoo (2004), care au intervievat manageri din 16 țări europene, într-o manieră identică cu cea aplicată anterior în S.U.A. de către Graham și Harvei (2001), cei mai importanți factori ce determină nivelul îndatorării sunt *flexibilitatea financiară, ratingul de credit și economiile fiscale* rezultate ca urmare a caracterului deductibil al cheltuielilor cu dobânzile (figura 1) [4, p. 127- 134].

Factorii specifici *întreprinderilor* formează principala categorie de factori utilizați în teoria și practica financiară pentru a explica opțiunile de finanțare ale acestora.

În scopul cercetării subiectului stabilit de autor, mai reprezentativi vom considera următorii factori specifici unei entități economice [4, p.136]: *profitabilitatea; tangibilitatea activelor; dimensiunea; oportunitățile de creștere; riscul afacerii.*

Potrivit autorilor, Maksimovici și Demirgüç-Kunt (1999), anumiți factori instituționali influențează într-o manieră diferită gradul de îndatorare al firmelor mari și firmelor mici, mai ales în economiile în curs de dezvoltare. Acești autori consideră, de asemenea, că variația utilizării datoriilor pe termen mediu și lung este determinată de nivelul dezvoltat sau în curs de dezvoltare a economiilor unei țări [4, p. 151].



**Figura 1. Factori determinanți ai apelului la îndatorare (conform sondajului realizat de Bancel și Mittoo (2004)) Sursa: [4, p. 127- 134]**

Factori specifici *domeniului* sau *sectorului de activitate* formează o altă categorie de factori invocați în teoria și practica financiară pentru explicarea opțiunilor de finanțare ale firmelor. Dintre aceștia pot fi menționați: *levierul* (datorii/capital propriu) și *rata îndatorării totale* (datorii/active totale) [4, p.143-145].

Totuși, constatarea unor diferențe, uneori semnificative între țări și chiar grupuri de țări, au condus la concluzia că structura financiară a firmelor este influențată și de alți factori decât cei la nivel microeconomic și sectorial, în particular factorii la nivel macroeconomic sau factorii specifici fiecărei economii/țări.

Dacă diferențele dintre economiile dezvoltate și cele în curs de dezvoltare sub aspectul posibilităților de finanțare și structurii financiare a firmelor locale sunt într-o anumită măsură intuitive, totuși multe analize efectuate doar în cadrul statelor avansate arată că factori specifici fiecărei economii au un rol important asupra finanțării la nivel microeconomic.

Unele lucrări mai recente (Graham și Harvei, 2001; Bancel și Mittoo, 2004; Brounen ș.a., 2006), care au apelat la sondaje efectuate în rândul managerilor financiari, indică o influență a mediului instituțional (de exemplu: protecția creditorilor, statul de drept, nivelul corupției) și activităților internaționale asupra politicii de finanțare și comportamentului managerilor din economiile dezvoltate, precum cea a SUA sau cele europene [4, p.152].

Într-o altă lucrare ce studiază opțiunile de finanțare ale corporațiilor din Zona Euro (Banca Centrală Europeană, 2007), explicarea diferențelor între țări se realizează prin intermediul a *șase factori*: abilitatea sistemului juridic de a aplica legea și eficiența acestuia; transparența sistemului financiar (gradul de disponibilitate și de diseminare a informațiilor privind firmele); concurența în cadrul sistemului financiar, mai cu seamă a celui bancar; drepturile creditorilor; drepturile acționarilor; sistemul de impozitare și nivelul fiscalității.

Influența factorilor menționați este analizată într-o manieră mai analitică comparativ cu alte studii, în raport cu diversele aspecte ocazionate de finanțarea firmelor: 1) nivelul finanțării externe; 2) opțiunea pentru finanțarea din resurse împrumutate sau surse proprii; 3) opțiunea privind îndatorarea la bănci sau prin emisiunea de titluri de credit pe piețele financiare; 4) structura la termen a surselor împrumutate [4, p. 157].

Iar Kayo și Kimura (2010) menționează că cei mai semnificativi factori de influență la nivel macroeconomic rămân a fi [4, p. 155]:

- gradul de dezvoltare al pieței acțiunilor;
- gradul de dezvoltare al pieței obligațiunilor;
- tipul de sistem financiar („orientat spre bănci” sau „orientat spre piețele de capital”);
- rata de creștere a Produsului Intern Brut.

CONFERINȚA ȘTIINȚIFICĂ INTERNAȚIONALĂ  
*ASIGURAREA VIABILITĂȚII ECONOMICO-MANAGERIALE PENTRU DEZVOLTAREA DURABILĂ A ECONOMIEI REGIONALE  
ÎN CONDIȚIILE INTEGRĂRII ÎN UE*

După Halpern există mai mulți factori care influențează *deciziile de finanțare* ale unei firme pe termen lung. Importanța relativă a acestor factori variază de la o firmă la alta la un moment dat și pentru o firmă dată de-a lungul timpului, dar o companie care își planifică obținerea de capital pe termen lung trebuie să țină cont de fiecare din particularitățile ce urmează: structura – țintă a capitalului; concordanța maturităților; nivelele ratelor dobânzilor; condițiile prezente și previzionate ale firmei; restricțiile în contractele de îndatorare existente; disponibilitatea garanțiilor [1, p. 792].

Majoritatea lucrărilor a arătat că deși *sursele interne*, reprezentate în principal de *profitul net reinvestit*, constituie sursa dominantă de finanțare pentru firme, indiferent de locația acestora. În ceea ce privește celelalte modalități, în principal finanțarea *prin emisiune de acțiuni și obligațiuni și finanțarea prin credite bancare* apar diferențe, uneori considerabile, sub aspectul volumului și al importanței relative acordate acestora. Conform unor cercetări privind comparațiile în finanțarea pe plan internațional în perioada 1970-1985, Mayer (1990) arată că împrumuturile bancare sunt folosite într-o proporție mult mai ridicată în țările latine, Franța și Italia, în timp ce emisiunea de obligațiuni are un rol minor, fiind practic irelevantă în majoritatea economiilor dezvoltate, cu excepția țărilor de pe continentul nord – american – SUA și Canada [4, p. 150-151].

Un interes deosebit în cadrul cercetărilor asupra temei menționate trezește starea propriu-zisă a întreprinderilor autohtone privind finanțarea prin diferite modalități, în special a întreprinderilor agricole, deoarece agricultura este domeniu ce reprezintă, de fapt, baza dezvoltării economiei Republicii Moldova. În aceste condiții, problema finanțării agenților economici în țara noastră și nu numai, dar și în toate țările în curs de dezvoltare rămâne în continuare un punct dureros în dezvoltarea de lungă durată a unei firme și în ideea de a tinde spre o creștere economică continuă a unei țări în ansamblu.

Soluțiile care se impun să fie luate pentru a depăși problema accesului restrâns la finanțe pentru unitățile economice din agricultura Republicii Moldova puse în concordanță și cu cele mai bune practici internaționale ar putea fi, în opinia noastră, următoarele:

1. *Pentru unitățile agricole din Republica Moldova finanțarea lanțurilor valorice agricole poate îmbunătăți eficiența globală a celor care oferă și care necesită finanțare agricolă.* Finanțarea lanțurilor valorice agricole oferă o oportunitate de a extinde finanțarea pentru agricultura Republicii Moldova, îmbunătățește eficiența și rambursările în finanțare, și consolidează sau solidifică legăturile între participanții la lanțul valoric.

2. *Realizarea analizelor și elaborarea strategiilor specifice de țară.* Factorii de decizie trebuie să realizeze o analiză detaliată a cererii și a ofertei de finanțe destinate sectorului agricol la nivel de țară, și să se angajeze într-un proces dinamic de evaluare continuă a nevoilor din sectorul agrar pentru a elabora strategii bazate pe informații relevante. Este util și recomandabil să se examineze soluții pentru diferite categorii de agricultori și sub-sectoare agricole, cum ar fi micii fermieri, fermierii comerciali și întreprinderile agricole, inclusiv fermierii comerciali mari și întreprinderile agricole corporative. Evaluările care au ca scop identificarea nevoilor financiare ale clienților (inclusiv, economiile, asigurările și alte nevoi financiare) și formularea strategiilor care vor aborda această cerere trebuie să reprezinte procese participative, care să atragă toate părțile interesate din organizațiile agricole și reprezentanții sectorului privat.

3. *Dezvoltarea unui cadru juridic și de reglementare favorabil.* Coordonarea politicilor care intersectează, atât sectorul financiar cât și sectorul agricol este critică pentru facilitarea accesului la finanțare pentru fermieri și IMM-urile agricole. Desemnarea unui *singur organism de coordonare* în calitate de susținător al finanțelor agricole poate optimiza politicile care ținesc gospodăria agricolă (ferma) ca o întreprindere economică destinată dezvoltării agricole prin finanțare și investiții. Coordonarea este adesea necesară între Ministerul Finanțelor, Ministerul Agriculturii și Industriei Alimentare, Banca Națională a Moldovei, Ministerul Economiei, etc.

Serviciile eficiente și responsabile de creditare depind de o bună funcționare a sistemului judiciar care să asigure decizii obiective în timp util și cu interferențe politice minime. Aplicarea legală a drepturilor contractuale

CONFERINȚA ȘTIINȚIFICĂ INTERNAȚIONALĂ  
**ASIGURAREA VIABILITĂȚII ECONOMICO-MANAGERIALE PENTRU DEZVOLTAREA DURABILĂ A ECONOMIEI REGIONALE  
ÎN CONDIȚIILE INTEGRĂRII ÎN UE**

pentru creditori, fermieri și IMM-uri este importantă pentru consolidarea structurilor lanțului valoric și facilitarea finanțelor pentru toți participanții de pe piață. Contractele comerciale între actorii din lanțul de aprovizionare poate reprezenta o sursă alternativă de garanție pentru creditori, ajută la atenuarea riscurilor pentru agricultori și IMM-uri și servi la promovarea legăturilor din lanțul valoric, agricultura contractuală orientată spre creștere.

4. *Proiectarea unor mecanisme guvernamentale eficiente de sprijin.* Sprijinul acordat de guvern trebuie să fie direcționat spre bunurile publice și investițiile în infrastructura financiară și fizică cu beneficii sistemice extinse la nivel de ramură/sector. Utilizarea *subvențiilor „inteligente”*, care să minimizeze distorsiunile pieței (devieri considerabile pe piață) și să elimine măsurile regresive ajută să încurajeze investițiile din sectorul privat, conducând la dezvoltarea și finanțarea agricolă durabilă. Subvențiile ar trebui utilizate pentru a sprijini instituțiile și nu debitorii. În plus, subvențiile nu ar trebui să submineze concurența prin favorizarea instituțiilor specifice, dar ar trebui să sprijine efectele de difuzare naturală spre instituțiile nesubvenționate.

5. *Consolidarea infrastructurii financiare.* Sprijinirea extinderii birourilor de credit, precum și altor forme de identificare a clientului și de raportare creditară în zonele rurale este benefică pentru facilitarea creditării producătorilor agricoli.

Eforturile de a stabili birouri de creditare sunt adesea concentrate în zonele urbane. În același timp, accesul la informații mai bune despre client este deosebit de importantă în luarea deciziilor privind creditele agricole având în vedere îngrijorările legate de hazardul moral combinate cu dispersia geografică largă a clienților din mediul rural.

Îmbunătățirea registrelor privind garanțiile pentru dezvoltarea unor forme alternative de garanții sunt deosebit de importante pentru a crește creditarea în sectorul agricol.

Dezvoltarea unui sistem financiar rural, inclusiv varietatea de instituții financiare, platforme și rețele de distribuție este esențială pentru susținerea creșterii și dezvoltării sectorul agricol.

6. *Constituirea unor surse coerente și fiabile de date.* Guvernul ar trebui să investească în colectarea regulată și diseminarea datelor fiabile legate de finanțele agricole, producția agricolă, lanțurile de aprovizionare și formarea prețurilor de piață. Există o nevoie vastă în colectarea, organizarea, analiza și diseminarea unei game largi de date privind finanțele agricole. Astfel de date sunt necesare pentru a informa eficient politicile privitor la finanțele agricole.

7. *Consolidarea capacităților instituțiilor financiare și ale clienților lor.* Băncile și instituțiile financiare necesită sprijin în instruirea, dezvoltarea produselor și gestionarea riscurilor specifice agriculturii. Având în vedere riscurile unice și caracteristicile producției agricole și ale lanțurilor de aprovizionare, bancherii care deservesc segmentul agricol necesită dezvoltarea abilităților specializate de creditare și politicilor specializate, instrumentelor de *credit scoring și rating* și a practicilor de monitorizare a portofoliilor de credite. În acest context, poate fi, necesară apelarea la agronomi și specialiști în lanțul valoric pentru a realiza cercetări și analize ale sectorului și sub-sectoarelor agricole cheie. În sfârșit, instituțiile financiare și de economii rurale trebuie să pună un accent deosebit pentru a-și îmbunătăți profesionalismul, guvernanta și managementul pentru a rămâne legătura cheie cu baza de clienți rurali.

8. *Furnizarea serviciilor de instruire, consultanță și difuzare de informații utile agricultorilor.* Experiența internațională demonstrează că pentru a furniza aceste servicii este recomandabilă examinarea următoarelor două alternative organizatorice: dezvoltarea unui parteneriat public-privat, precum și un sistem de finanțare publică, dar administrat privat. Mediul în care agricultorii operează astăzi se schimbă și necesită noi modalități de a oferi servicii de extindere. O idee recentă este introducerea *tehnologiilor informaționale și comunicaționale* (TIC) în serviciile de extindere și proiectele de dezvoltare rurală, în general. TIC pot furniza informații care sunt importante pentru dezvoltarea zonelor rurale pe termen lung (cum ar fi educația) și pe termen scurt (cum ar fi informațiile de piață). De exemplu, TIC pot fi folosite pentru programele de învățământ la distanță și, prin urmare, pot ajuta la acumularea capitalului uman. Ele pot oferi informații despre vreme, prețuri și posibilitățile profitabile de diversificare a veniturilor.

CONFERINȚA ȘTIINȚIFICĂ INTERNAȚIONALĂ  
**ASIGURAREA VIABILITĂȚII ECONOMICO-MANAGERIALE PENTRU DEZVOLTAREA DURABILĂ A ECONOMIEI REGIONALE  
ÎN CONDIȚIILE INTEGRĂRII ÎN UE**  
**REFERINȚE BIBLIOGRAFICE**

- 1) Halpern, P., Weston, F., Brigham, E., *Finanțe manageriale. Modelul canadian*. București, Editura Economică, XXVII, 1998, 956 p.
- 2) Mayer, S. C., *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development*. In: G. Hubbart, ed. 1990, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 1990. p. 307-332.
- 3) Onofrei, M., *Finanțele întreprinderii*. București: Editura Economică, 2004, p. 108-114.
- 4) Ursu, S. G., *Finanțarea firmelor în economiile emergente*. Iași, Editura Universității Alexandru Ioan Cuza, 2013, 332 p.
- 5) Vernimmen, P. ș.a., *Corporate Finance. Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Ltd, 2005, p. 513.