

INCIDENȚA ACHIZIȚIILOR INTERNAȚIONALE ASUPRA STRUCTURII CAPITALULUI FIRMEI

GABRIELA CIURARIU*
GABRIEL ȘTEFURA*

The Effect of International Acquisitions on the Structure of the Capital

Abstract

This paper examines the effect of foreign acquisitions on the capital structure of corporations. A multivariate analysis using debt flow data examines the relation between additional financing through long-term debt after foreign acquisitions and the characteristics of these acquisitions, the acquiring corporation and the environment of the acquired subsidiaries. The result of this paper suggest that in addition of the two major determinants of the capital's structure (size and profitability), debt financing can also be explained by a geographical and industrial diversification effect.

Key words: foreign acquisitions, capital structure, debt ratio, leverage increases, multivariate analysis, debt flow, acquiring corporation, debt financing, diversification effect, debt financing decision

1 Introducere

Relația între structura capitalului și diversificarea internațională a activității firmelor constituie una dintre problemele controversate la nivel mondial. Teoria financiară a întreprinderilor multinaționale consideră că acestea sunt în măsură să suporte un nivel mai ridicat de îndatorare comparativ cu întreprinderile orientate exclusiv spre piața națională în virtutea activităților lor diversificate și, în consecință, a unui risc operațional mai redus [Eiteman, D.K., A.I. Stonehill et M.H. Moffett, 2001, 125-128]. Conform opiniilor altor autori [Burgman, T. A., 1996, 553-570], întreprinderile multinaționale au, de regulă, un nivel de îndatorare mai scăzut față de cele naționale. În abordarea acestei problematice se impune, pe de o parte, compararea ratei îndatorării pe un eșantion reprezentativ de întreprinderi naționale și multinaționale, acestea din urmă foarte bine diversificate, și, pe de altă parte, să se țină cont de caracteristicile financiare proprii fiecărei întreprinderi care recurge la achiziții internaționale și de mediul în care funcționează filialele achiziționate.

În scopul comensurării efectului achizițiilor străine asupra structurii capitalului se compară gradul de îndatorare al întreprinderii înainte și după achiziția unei filiale în străinătate. În ceea ce privește finanțarea prin îndatorare a întreprinderilor după achiziția

* Doctor în Economie, Domeniul Contabilitate, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” Iași,
e-mail: gciurariu@yahoo.com

* Profesor doctor, Catedra de Finanțe și Monedă, Facultatea de Economie și Administrarea Afacerilor,
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” Iași, e-mail: gstefura@uaic.ro

filialelor din străinătate, analiza multivariabilă fundamentată pe date oferite de fluxurile îndatorării se dovedește un instrument util. Efectul scontat în urma achiziției unei filiale în străinătate, constatat prin studii empirice la nivelul economiilor vest-europene, rezidă în reducerea ratei îndatorării în cursul anului achiziției comparativ cu anii care o precedă, această rată crescând apoi în primii ani după achiziție. Rezultatele analizei multivariabile arată că, în plus față de determinanții clasici ai structurii capitalului (alia întrepreneurii și rentabilitatea), finanțarea prin îndatorare este mai importantă când întreprinderea nu are filiale în străinătate.

Studiile asupra efectului achizițiilor filialelor străine și asupra structurii capitalului întreprinderilor multinaționale s-au multiplicat în ultimii ani ca urmare a amplificării investițiilor directe în străinătate. Inițial acestea au avut ca obiectiv efectul achizițiilor de filiale străine asupra performanțelor bursiere. Conform opiniilor unor autori diversificarea activităților întreprinderii ar trebui să reducă riscul operațional și să permită creșterea capacității de îndatorare. Totodată au fost identificați și factori de mediu susceptibili să influențeze gradul de îndatorare al întreprinderilor multinaționale. Folosind raportul între impozitul plătit în străinătate și impozitul total, drept criteriu de selecție a întreprinderilor multinaționale, se compară probabilitatea de faliment și rata de îndatorare pe un eșantion de multinaționale și, respectiv, întreprinderi naționale. Rezultatele arată că întreprinderile multinaționale suportă costuri ale îndatorării superioare celor naționale, însă luarea în calcul a efectelor sectoriale elimină aceste diferențe semnificative. Se impune astfel abordarea riscului cursului de schimb și a celui politic și incidența lor asupra structurii capitalului întreprinderilor multinaționale. Rezultatele sugerează că riscul politic are un efect pozitiv asupra ratei îndatorării pe termen lung a întreprinderilor multinaționale și că numărul țărilor în care întreprinderea este implantată are efect negativ asupra acestei rate (creșterea costului îndatorării odată cu numărul de țări). Studiile confirmă că întreprinderile multinaționale sunt mai puțin îndatorate pe termen lung decât cele naționale, îndatorarea crește odată cu nivelul de internaționalizare. Chkir și Cosset [Chkir, I.E. et J.C. Cosset, 2001, 17-37] au analizat efectul diversificării geografice și industriale asupra structurii capitalului acestor întreprinderi multinaționale, costurile îndatorării dovedindu-se mai ridicate odată cu diversificarea geografică și sectorială. Combinarea celor două tipuri de diversificare permite acestor întreprinderi să atingă niveluri de rentabilitate superioare celor obținute în cazul unui singur tip de diversificare.

2 Selecția eșantionului și sursa de date

Studiul efectului direct al internaționalizării asupra structurii capitalului firmei are ca obiective evoluția îndatorării acesteia ca urmare a achiziției unei filiale străine (abordarea având ca scop izolarea efectului achiziției de alți factori susceptibili a influența îndatorarea) și evoluția, ulterioară achiziției, a finanțării prin îndatorare cu ajutorul fluxurilor. Cea mai mare parte a cercetărilor privind structura capitalului întreprinderilor multinaționale au avut în centrul preocupărilor nivelul total al îndatorării, însă testele bazate pe o măsură cumulativă a deciziilor de finanțare au putere explicativă redusă atunci când se pune problema determinării efectului marginal al unei achiziții [Mackie-Mason, J.K., 1990, 471-493]. Nivelul îndatorării firmei este rezultatul acumulării unor decizii de finanțare adoptate în condiții circumstanțiale variate. Folosirea fluxurilor permite testarea directă a existenței unui efect semnificativ al achiziției de filiale străine asupra modului de finanțare adoptat. Eșantionul considerat în acest scop de cercetătorii americani cuprinde achizițiile filialelor străine de către întreprinderi din SUA în cursul perioadei 1990-1995, perioada fiind aleasă datorită faptului că există date disponibile pentru un interval suficient înainte și după achiziție. Din eșantion au fost excluse întreprinderile care au efectuat mai multe achiziții pe

parcursul perioadei analizate în scopul identificării efectului unei singure achiziții asupra structurii capitalului întreprinderii. Au fost verificate totodată întreprinderile cuprinse în eșantion sub aspectul unor evenimente majore survenite asupra lor în perioada analizată, de tipul achizițiilor de filiale naționale, proceselor de dezinvestire substanțială. În final au fost selectate 85 întreprinderi pentru eșantionul reprezentativ.

3 Analiza univariabilă

Evoluția îndatorării în perioada achiziției filialei în străinătate poate fi descrisă cu ajutorul raportului dintre datoriile pe termen lung și activul total, raportarea datoriei pe termen lung la valoarea contabilă a activului și nu la valoarea de piață a fondurilor proprii fiind de natură să evite efectul de reevaluare a acțiunilor la prețul pieței. Alegerea unui interval de studiu a evoluției îndatorării de 3 ani înainte și după achiziție are la bază considerentul că se poate aprecia riguros efectul diversificării asupra structurii capitalului, interval suficient pentru întreprinderea care face achiziția să-și ajusteze noua structură optimă a capitalului. Eșantionul de control cuprinde întreprinderi de aceeași talie și din același sector industrial, selecționate pe baza următoarelor criterii:

- Talia întreprinderilor, măsurată prin activul total, este cuprinsă între 70% și 130% din aceea caracteristică eșantionului de bază în anul precedent achiziției;
- Îndatorarea măsurată prin ponderea datoriilor pe termen lung în activul total este apropiată de aceea a întreprinderii studiate. Variațiile medii ale ratei îndatorării sunt comparate cu acelea ale unui eșantion format din întreprinderi de aceeași talie și din același sector care nu au făcut achiziții în străinătate. În acest scop, eșantionul total este divizat în sub-eșantioane în funcție de natura achizițiilor: prime achiziții în străinătate versus achizițiile ulterioare; întreprinderi care au deja activitate în țara străină vizată versus prime achiziții în această țară; achiziții într-un nou sector industrial versus achiziții în sectorul în care întreprinderea activează deja; achiziții în țări unde cota de impozit este superioară versus inferioară cotei din SUA; achiziții în țările dezvoltate versus achiziții în țări în curs de dezvoltare. Această diferențiere permite compararea ratei îndatorării între diferite sub-eșantioane și verificarea următoarelor aspecte:
 - dacă efectul achiziției străine asupra îndatorării depinde de experiența internațională a întreprinderii. Pe de o parte se poate considera că efectul diversificării asociat primelor achiziții în străinătate este important, ceea ce antrenează influența pozitivă asupra îndatorării. Pe de altă parte, când o întreprindere achiziționează prima filială în străinătate, trebuie să facă față unor riscuri suplimentare: riscul cursului de schimb și cel politic care pot afecta negativ capacitatea sa de îndatorare;
 - dacă efectul achiziției străine asupra îndatorării depinde de experiența pe care întreprinderea o are deja în țara respectivă. Efectul de diversificare este mai accentuat în cazul când întreprinderea nu are deja filiale în țara respectivă. De asemenea, lipsa de experiență într-o țară străină poate determina creșterea costurilor datoriei.
 - dacă efectul internaționalizării asupra structurii capitalului depinde de sectorul din care face parte filiala achiziționată. Cercetările empirice recomandă adoptarea unei strategii duale de diversificare geografică și industrială pentru obținerea unei combinații optime.
 - dacă regimul fiscal al țării în care se face achiziția afectează structura capitalului firmei. Dacă întreprinderile multinaționale nu sunt în măsură să-și deducă cheltuielile cu impozitele plătite în străinătate, aceste achiziții în țări cu o cotă de impozit superioară celei din țara de origine a firmei vor avea efect pozitiv asupra ratei de îndatorare pentru a putea beneficia de avantajele fiscale ale îndatorării.

- dacă efectul achiziției străine asupra îndatorării depinde de nivelul de dezvoltare al țării în care funcționează noua filială. Internaționalizarea crește capacitatea de îndatorare a firmelor multinaționale datorită diversificării activității lor, efectul diversificării fiind cu atât mai ridicat, cu cât achiziția se face într-o țară al cărei ciclu economic este mai slab corelat cu acela al țării de origine a firmei.

4 Analiza multivariabilă

Obiectivul analizei multivariabile este testarea relației dintre finanțarea prin îndatorare după achiziție și caracteristicile achiziției filialei și ale mediului său. În modelul utilizat în acest scop [Garvey, G.T. și G. Hanka, 1999, 519-546] sunt încorporate principalele variabile legate de structura capitalului.

$$\Delta DLT = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + \alpha_6 RP + \alpha_7 RC + \alpha_8 \left[\left(\frac{D}{A} \right)_0 - \overline{\left(\frac{D}{A} \right)} \right] + \alpha_9 TAI_{T-1} + \alpha_{10} \Delta TAI + \alpha_{11} REN_{T-1} + \alpha_{12} \Delta REN + \alpha_{13} R_{T-1} + \varepsilon \quad (1), \text{ în care:}$$

ΔDLT = variația ratei de îndatorare măsurată prin fluxul net al îndatorării.

X_1 = variabilă binară care ia valoarea 1 în cazul primei filiale achiziționate în străinătate.

Semnul scontat pentru această variabilă este pozitiv sau negativ, după cum primele achiziții sunt asociate cu apariția de noi surse de risc sau cu efect de diversificare semnificativ.

X_2 = variabilă binară care ia valoarea 1 în cazul primei filiale achiziționate într-o anumită țară.

X_3 = variabilă binară care ia valoarea 1 dacă filiala achiziționată aparține unui nou sector industrial. Semnul scontat pentru această variabilă este pozitiv datorită efectului diversificării industriale asupra capacității de îndatorare.

X_4 = variabilă binară care ia valoarea 1 dacă achiziția se face într-o țară în curs de dezvoltare.

X_5 = variabilă binară care ia valoarea 1 dacă achiziția se face într-o țară unde cota de impozit este superioară celei din țara de origine a firmei. Semnul așteptat este pozitiv ca urmare a avantajelor fiscale ale îndatorării.

RP = cota de risc politic a țării în care se face achiziția. Principalele ipoteze din literatura de specialitate referitoare la efectul riscului politic asupra variației îndatorării sunt:

- firmele multinaționale recurg la îndatorare pentru a se proteja împotriva acestui risc;
- aceste firme se protejează contra riscului politic printr-un exces de active intangibile, ceea ce le conferă avantaje în negocierile cu guvernele țărilor în care se extind.

RC = expunerea întreprinderii care face achiziția la riscul cursului de schimb (asociat monedei țării în care se efectuează achiziția). Dacă firmele multinaționale folosesc structura de capital pentru a se proteja contra riscului cursului de schimb sporind îndatorarea în țara unde se realizează fluxurile lor monetare, semnul așteptat pentru această variabilă este pozitiv.

Toate aceste variabile care condiționează finanțarea prin îndatorare după achiziție sunt caracteristice achiziției însăși și mediului în care aceasta se realizează. Factorii determinanți ai deciziei de finanțare prin îndatorare au fost cuantificați prin modelul dezvoltat de Garvey și Hanka; astfel în model a fost inclusă diferența dintre rata îndatorării caracteristică anului de achiziție (măsurată prin raportul dintre datoriile pe termen lung D și activul total A) D_0/A_0 și media acestei rate pentru 3 ani care preced anul achiziției. Rezultatele analizei univariabile arată că există o reducere substanțială a ratei îndatorării către data achiziției, de natură să modifice structura capitalului firmei și abaterea de la structura optimă.

Talia întreprinderii TAI, măsurată prin logaritmul activului total din anul precedent achiziției ($TAI_{T-1} = \log A_{T-1}$) și ΔTAI , determinată ca variația logaritmului activului total în raport cu anul precedent. În cazul în care marile firme multinaționale se îndatorează mai mult, această variație are valențe predictive asupra mutațiilor survenite la nivelul ratei îndatorării.

Variabila REN se determină ca raport între beneficiile înainte de impozite și dobânzi și activul total al anului precedent (B_{id} / A_{T-1}), iar ΔREN exprimă variația acestui raport față de anul precedent. Literatura economică sugerează că achizițiile străine sunt adesea generatoare de cash-flow suplimentar și, în cazul unei asimetrii informaționale între investitori și manageri, aceștia din urmă optează pentru finanțarea internă, ca principală sursă de finanțare, pe baza beneficiilor nerepartizate și abia apoi pentru finanțare prin îndatorare.

Garvey și Hanka introduc în model ca variabilă factorială, randamentul bursier al întreprinderii, R_{T-1} (pentru anul anterior achiziției). Valorile mediei și mediane ratei îndatorării pe termen lung pentru întreprinderile aparținând eșantionului de bază, celui de control și sub-eșantioanelor pe parcursul perioadei de 3 ani ce preced și, respectiv, succed achiziției conduc la următoarele concluzii: se constată scăderea ratei îndatorării în anul achiziției de la 16,9% la 14%, scădere explicabilă prin rata îndatorării filialei achiziționate sensibil inferioară ratei firmei care dorește să se extindă. Media și mediana ratei de îndatorare sunt relativ stabile în anii precedenți achiziției; după data achiziției se constată o tendință ascendentă a acestei rate de la 17,9% în anul imediat următor achiziției până la 24,2%. Media urmează aceeași tendință, de la 16%, la 20,3% și, respectiv, 21%. Media următorilor 3 ani achiziției are valoarea de 21,6%, superioară celei aferente anilor precedenți (15,6%), tendință confirmată și în cazul sub-eșantioanelor analizate.

5 Concluzii

Rezultatele analizei univariabile arată că, pentru eșantionul de bază, după o scădere a ratei îndatorării în anul achiziției, aceasta înregistrează ulterior o evoluție ascendentă pe parcursul următorilor 3 ani de la achiziție. Acest rezultat este completat prin analiza multivariabilă care permite o mai bună înțelegere a legăturii dintre finanțarea prin îndatorare și caracteristicile fiecărei întreprinderi și achiziții.

Rezultatele analizei multivariabile ne permit să apreciem că îndatorarea suplimentară ca urmare a unei achiziții în străinătate este mai importantă când aceasta se referă la prima achiziție în țara respectivă sau într-un nou sector industrial. Coeficientul variabilei X_3 este semnificativ la pragul de 1%, în timp ce coeficienții variabilelor X_1 și X_2 nu sunt semnificativi decât la pragul de 10%. Dacă sunt introduse separat în model, cele două variabile devin semnificative la pragul de 1%, ceea ce sugerează existența unui efect de diversificare geografică asupra ratei îndatorării. Variabila X_4 nu este semnificativă, ca urmare a numărului redus de achiziții efectuate în țările în curs de dezvoltare. Aceași apreciere este valabilă și pentru X_5 datorită dificultății de a cuantifica într-o manieră precisă și exhaustivă toți parametrii fiscali pentru a le testa efectul. Coeficientul variabilei RP este negativ și semnificativ la pragul de 5%, în timp ce pentru RC acesta e pozitiv și semnificativ la 1%. Rezultă de aici că întreprinderea multinațională evită creșterea nivelului îndatorării când operează într-un mediu politic riscant, ea utilizând politica de finanțare pentru a se proteja contra fluctuațiilor ratei de schimb în raport cu moneda țării respective. Scăderea substanțială a ratei îndatorării la momentul achiziției comparativ cu media celor 3 ani anteriori explică, de asemenea, finanțarea ulterioară prin recurgerea la capital împrumutat. Coeficienții variabilelor TAI și ΔTAI evidențiază un efect de talie a

întreprinderii semnificativ legat de finanțarea prin îndatorare ca urmare a achiziției internaționale. Dacă coeficientul variabilei REN este semnificativ, nu se poate spune același lucru despre cel al randamentului bursier R_{T-1} .

În final, putem concluziona că finanțarea prin îndatorare ca urmare a achiziției unei filiale în străinătate este influențată de talia întreprinderii și de rentabilitatea acesteia, dar și de efectul de diversificare geografică și industrială. Remarcăm, de asemenea, existența unui efect pozitiv al riscului cursului de schimb și negativ al riscului politic.

Bibliografie

Burgman, T. A., *An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure*, Journal of International Business Studies, 1996.

Chkir, I.E., Cosset, J.C., *Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations*, Journal of Multinational Financial Management, 11, 2001.

Eiteman, D.K., Stonehill, A.I., Moffett, M.H., *Multinational Business Finance*, 9^e édition, Éd. Addison-Wesley, 2001.

Garvey, G.T., Hanka, G., *Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statues on Firm Leverage*, The Journal of Finance, avril : 519-546, 1999.

Mackie-Mason, J.K., *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions*, The Journal of Finance, 45 : 1 471-1 493, 1990.