



## **Analiza bugetului de capital în contextul portofoliului de investiții străine directe al corporației transnaționale**

---

Irina POPESCU

### **Abstract**

The study begins establishing the risk for the foreign direct investments of the international corporations. This is a way for the investigation how much can be applied the modern theory of portfolio for a corporative diversification. Then, it approaches traditional and modern methods to find data for an efficient portfolio of foreign direct investments. It is a synthesis of a theoretical and empirical evidences concerning to diminishing the risk in the international corporations through the global diversification, and offers o possible explanation for Bowman paradox.

**Keywords:** *capital budget, foreign direct investment, foreign direct investment portfolio, international corporation.*

**JEL classification:** F21, F23.

### **1. Riscul în contextul portofoliului de investiții străine directe**

În evaluarea riscului unui proiect de către orice companie, și în special de către corporațiile transnaționale, este deja un fapt unanim acceptat acela că limitarea atenției doar la proiectul în sine ar putea constitui o omisiune capabilă să conducă la luarea unor decizii de investire ineficiente de către managementul societății în cauză. Deși atenția acordată proiectului este un prim pas esențial în analiza riscului, procesul evaluării nu trebuie să se

încheie atât timp cât nu s-a avut în vedere întregul portofoliu de proiecte sau, altfel spus, relația proiectului evaluat cu celelalte proiecte ale companiei și cu oportunitățile de investire ale acționarilor. Astfel, corporația poate fi privită ea însăși ca un portofoliu de proiecte, iar acționarii au acces la diversificare prin alte titluri financiare disponibile pe piață.

Teoria financiară a portofoliilor a fost dezvoltată în principal în contextul titlurilor financiare și în ipoteza piețelor de capital eficiente. Aplicabilitatea acestei teorii pentru piețele străine de capital a fost testată, iar rezultatele nu sunt nici în

prezent concludente. Totuși, este recunoscut faptul că teoria oferă un cadru util pentru încorporarea efectelor diversificării în procesul evaluării proiectelor. Această teorie aduce două contribuții majore la analiza bugetului de capital:

- evaluarea proiectelor sub forma portofoliilor alternative de proiecte;
- măsurarea costului capitalului propriu pentru proiect, luând în considerare relația dintre proiect și piața titlurilor financiare aflate la dispoziția acționarilor.

Există în principal trei teorii reprezentând evoluții majore în domeniul teoriilor financiare privind portofoliile și diversificarea. Fiecare din acestea s-a dezvoltat pe baza precedentelor și poate fi acceptată independent față de teoriile elaborate ulterior. În continuare se încearcă surprinderea esenței acestor teorii.

#### *Teoria modernă a portofoliului*

Teoria modernă a portofoliului a fost introdusă de Harry Markowitz prin lucrarea sa *Portfolio Selection* care a apărut în anul 1952 în *Journal of Finance*. Treizeci și doi de ani mai târziu a împărțit un Premiu Nobel cu Merton Miller și William Sharpe pentru ceea ce devenise o teorie răspândită a selecției portofoliului. Această teorie explorează felul în care investitorii cu aversiune față de risc își alcătuiesc portofoliile cu scopul de a optima câștigurile așteptate pentru un anumit nivel de risc de piață. Teoria cuantifică în același timp beneficiile diversificării. Dintr-o multitudine de active riscante se poate constitui o frontieră eficientă a portofoliilor eficiente. Fiecare portofoliu de pe frontiera eficientă oferă câștigul maxim așteptat pentru un anumit nivel dat al riscului. Noțiunea de portofoliu "optim" poate fi definită în două moduri: (1) pentru orice nivel al riscului de piață,

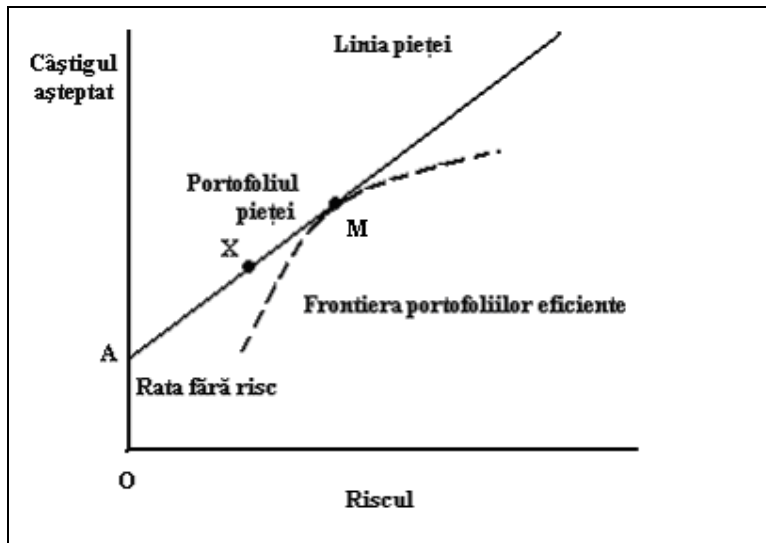
se consideră toate portofoliile care au același risc, iar dintre acestea se selectează acela care are cel mai mare câștig așteptat; (2) pentru orice nivel al câștigului așteptat, se consideră toate portofoliile care au acel câștig, iar dintre acestea se selectează acela care prezintă cel mai redus nivel al riscului. Frontiera eficientă este ilustrată în Figura 1.

Investitorul poate selecta portofoliul dorit din grupul de portofolii eficiente în funcție de profilul risc – câștig pe care îl dorește. Toate celelalte portofolii care nu se regăsesc pe frontiera eficientă sunt fie ineficiente, fie nefezabile. În general, portofoliile care alcătuiesc frontiera eficientă sunt și cele mai diversificate din întreaga mulțime.

Investitorii ar trebui să dețină unul dintre portofoliile optime de pe frontiera eficientă și să-și ajusteze riscul total de piață modificând ponderea investiției în activele fără risc. Teoria portofoliului oferă un context larg pentru înțelegerea interacțiunilor dintre risc și câștig. A generat profunde schimbări în felul în care sunt gestionate portofoliile de active financiare ale investitorilor instituționali și a motivat utilizarea tehnicilor de management pasiv al investițiilor.

#### *Teoria separației a lui Tobin (1958)*

Atât timp cât există oportunitatea de a subscrie și de a oferi capital cu împrumut, un investitor va avea posibilitatea de a obține un plus de utilitate pe baza unuia dintre portofoliile eficiente și a unei cantități potrivite de fonduri atrase sau date cu împrumut, de unde și denumirea de separație. Decizia referitoare la suma care ar trebui împrumutată poate fi luată independent, în final strategia urmând să utilizeze în final tot unul din portofoliile eficiente.



Sursa: Rodriguez și Carter, 1986 (adaptare după Markowitz, 1959).

**Figura 1:** Frontiera eficientă și portofoliul optim atunci când există un activ fără risc

*Portofoliul pieței al lui Lintner – Mossim – Sharpe*

Introducând posibilitatea de a împrumuta la o rată fără risc, va exista un singur portofoliu – portofoliul pieței – care va fi compatibil cu asigurarea utilității maxime pentru toți participanții la piață. Conform teoriei separației, participanții individuali obțin compromisul dorit risc – câștig împrumutând sau oferind cu împrumut la rata fără risc a pieței, simultan cu investiția efectuată în portofoliul pieței. Toate compromisurile risc – câștig posibile se situează pe o dreaptă a pieței, care reprezintă toate combinațiile de acest tip pe care un investitor le poate realiza. Spre exemplu, în punctul X de pe dreapta pieței din *Figura 1*, individul ar investi  $XM/AM$  în activul fără risc și  $AX/AM$  în portofoliul pieței M. Această identificare a unui portofoliu unic al pieței are implicații semnificative din punctul de vedere

al modului în care sunt evaluate titlurile financiare individuale. Aceste consecințe se regăsesc în ceea ce este cunoscut drept Modelul de Evaluare a Activelor de Capital (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*). Acest model a fost introdus de Treynor (1961), Sharpe (1964) și Lintner (1965). El a extins practic teoria portofoliului, introducând noțiunile de risc sistematic și specific. CAPM pleacă de la ipotezele unei realități simplificate, unde: (1) nu există taxe sau costuri de tranzacție; (2) toți investitorii au orizonturi de investire identice; (3) toți investitorii au percepții identice privind câștigurile așteptate, riscul și corelațiile investițiilor riscante disponibile. CAPM divide riscul deținerii de active în risc sistematic și risc specific, iar ideea esențială surprinsă de acest model este aceea că, atunci când piața de capital se află în stare de echilibru, toate activele fiind corect evaluate,

relația dintre risc și câștig este dată de o expresie cunoscută sub denumirea de Dreapta Pieței de Capital (*Securities Market Line* – SML), a cărei formă este dată de ecuația:

$$E(R_j) = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta_j \quad (1)$$

unde:  $E(R_j)$  desemnează rata acceptabilă a câștigului pentru titlul financiar  $j$ ,  $r_f$  semnifică rata câștigului fără risc,  $E(r_m)$  reprezintă rata așteptată a câștigului pentru portofoliul pieței, iar  $\beta_j$  este coeficientul de risc sistematic corespunzător titlului  $j$ .

Aceste trei modele prezentate anterior au fost testate empiric pe piața americană a titlurilor financiare cu rezultate destul de bune. În plus, extinderi ale analizei într-un cadru ușor diferit au fost utilizate pentru a evalua ex post performanța unor fonduri mutuale. Atunci când aceste teorii au fost extinse la piața internațională a titlurilor financiare, autorii studiilor empirice s-au confruntat cu dificultăți severe și cu lipsa existenței unei piețe integrate globale a titlurilor financiare. Mai precis, identificarea unui portofoliu al pieței globale necesită existența unor piețe eficiente în fiecare țară și libertatea investitorului de a migra de la investițiile într-o anumită țară la investiții într-o alta. Numai în aceste circumstanțe ar putea fi identificat și obținut un portofoliu unic al pieței globale.

Plecând de la aceste teorii, o serie de cercetători au atras atenția în lucrările lor asupra beneficiilor care pot fi obținute prin diversificarea internațională a portofoliului de active financiare [vezi, spre exemplu, Solnik (1974); Speidell și Sappenfield (1992)], regula de bază fiind aceea că, cu cât portofoliul este mai diversificat, cu atât mai stabile sunt câștigu-

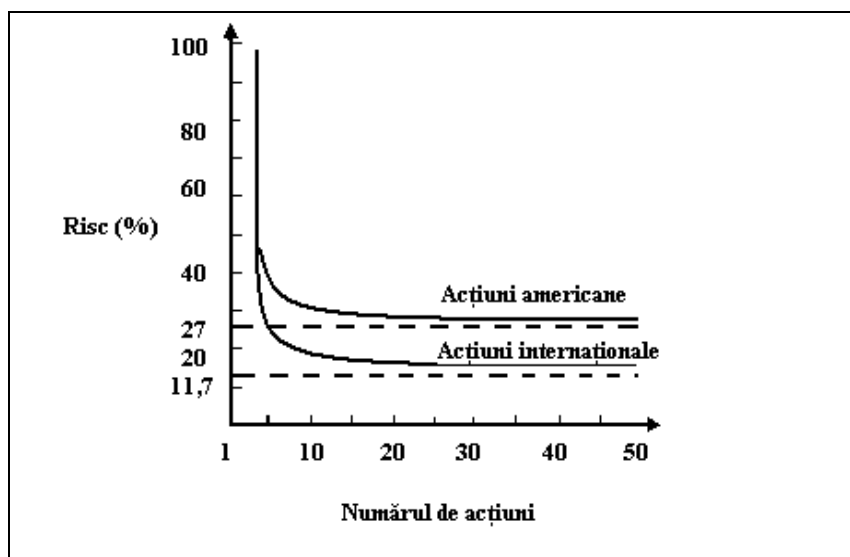
rile și cu atât mai difuze riscurile suportate de către investitor. Deși diversificarea realizată prin includerea într-un portofoliu a mai multor titluri financiare ale unor societăți acționând în sectoare de activitate diferite pe o anumită piață națională (diversificare sectorială la nivel național) contribuie într-o măsură semnificativă la reducerea riscului asociat portofoliului respectiv, totuși beneficiile unei astfel de diversificări sunt limitate întrucât toate companiile dintr-o țară sunt mai mult sau mai puțin supuse acelorași fluctuații economice ciclice. Prin diversificarea internațională, adică prin achiziționarea unor titluri financiare de pe diferite piețe naționale ale căror cicluri economice nu sunt perfect corelate, investitorii ar trebui să își poată reduce într-o și mai mare măsură variabilitatea câștigurilor lor. Cu alte cuvinte, *riscul care este sistematic în contextul unei singure economii naționale este posibil să fie nesistematic în contextul economiei globale*. Această afirmație a fost susținută și de o serie de cercetări empirice, care au demonstrat posibilitatea obținerii unui compromis risc – câștig mai favorabil prin diversificarea internațională. Astfel, avându-se în vedere câștigurile anualizate și deviațiile standard pentru o serie de piețe ale acțiunilor din economiile emergente și cele dezvoltate pe o perioadă de 10 ani, Speidell și Sappenfield (1992) [apud Shapiro (1994)] au reușit să illustreze trei aspecte:

- din punct de vedere istoric, piețele naționale ale acțiunilor au prezentat diferențe notabile între profilurile risc – câștig;
- piețele emergente au avut în general un câștig și un risc mai ridicate decât piețele dezvoltate;
- Indicele EAFE oferit de *Morgan*

*Stanley Capital International*, care reflectă situația tuturor piețelor de acțiuni principale din afara Americii de Nord a evidențiat un risc mai redus decât majoritatea componentelor sale naționale. Bruno Solnik (1974) și Donald Lessard (1976), alături de alți autori ai unor studii empirice, au adus dovezi în sprijinul afirmației că factorii la nivel național au un impact semnificativ asupra câștigurilor aduse de acțiuni în comparație cu orice alt factor comun al pieței globale. Au arătat de asemenea că există o corelație relativ slabă a câștigurilor obținute pe diferite piețe naționale ale acțiunilor. Este de remarcat și faptul că riscul de investire asociat diverselor piețe poate fi destul de diferit, motivul fiind, desigur, acela că o mare parte a riscului asociat piețelor naționale este nesistematic și poate fi eliminat prin diversi-

ficare, după cum indică și valorile relativ scăzute ale coeficienților  $\beta$  pentru aceste piețe. Aceste rezultate implică faptul că diversificarea internațională poate reduce în mod semnificativ riscul asociat câștigurilor portofoliilor. De fapt, deviația standard a unui portofoliu diversificat internațional pare să fie numai 11,7% din cea a titlurilor financiare individuale.

În plus, după cum este ilustrat în *Figura 2*, beneficiile obținute prin diversificarea internațională sunt în mod semnificativ mai importante decât acelea care pot fi realizate numai prin adăugarea mai multor acțiuni de pe piața națională într-un portofoliu. Mai precis, în studiul său realizat pentru piața americană, Bruno Solnik (1974) a arătat că un portofoliu diversificat internațional pare să fie mai puțin decât pe jumătate riscant, comparativ cu un portofoliu american bine diversificat.



Sursa: Adaptat după Solnik (1974, p.51).

**Figura 2:** Câștigurile potențiale ale diversificării internaționale

Concluzia cercetărilor a fost aceea că diversificarea internațională poate genera o deplasare a frontierei eficiente, permițând investitorilor să reducă riscul portofoliului și să își sporească totodată câștigul așteptat. Efectul diversificării internaționale asupra frontierei eficiente este redat în *Figura 3*.

O metodă de a estima beneficiile diversificării internaționale este aceea de a considera câștigul așteptat și abaterea standard a unui portofoliu constând dintr-o fracțiune  $a$  investită în acțiuni naționale și din fracțiunea rămasă,  $1-a$ , investită în acțiuni străine. Definind  $r_n$  și  $r_s$  ca fiind câștigul așteptat pentru acțiunile naționale, respectiv pentru cele străine și, în mod similar,  $\sigma_n$  și  $\sigma_s$  ca fiind abaterea standard pentru acțiunile naționale, respectiv pentru cele străine, câștigul așteptat al portofoliului va putea fi calculat ca:

$$r_p = ar_n + (1 - a)r_s \quad (2)$$

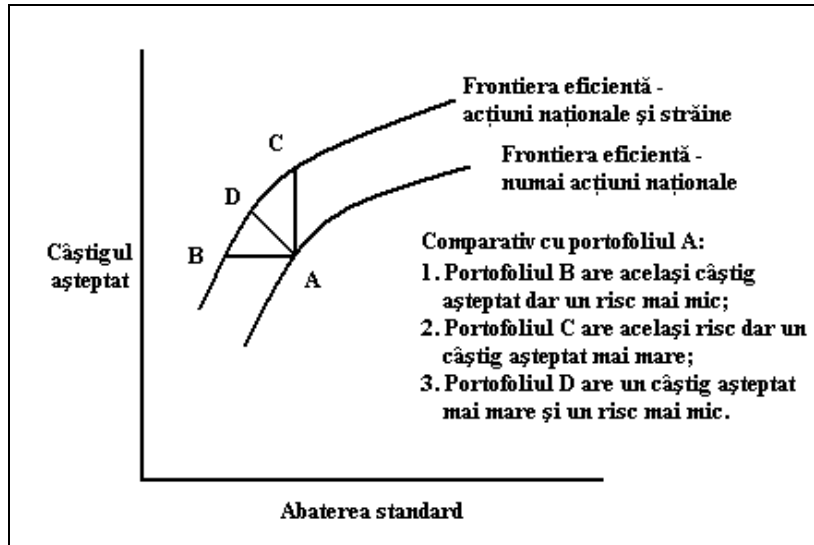
Pentru a calcula abaterea standard a acestui portofoliu este utilă formula pentru calculul abaterii standard a unui portofoliu alcătuit din două active, având ponderile  $w_1$  și  $w_2$  ( $w_1 + w_2 = 1$ ):

$$\text{Abaterea standard a portofoliului } \sigma_p = (w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho_{1,2}\sigma_1\sigma_2)^{1/2} \quad (3)$$

unde:  $\sigma_1^2$  și  $\sigma_2^2$  sunt varianțele corespunzând celor două active,  $\sigma_1$  și  $\sigma_2$  abaterile lor standard și  $\rho_{1,2}$  corelația acestora. Ecuația de mai sus poate fi aplicată portofoliului diversificat internațional avut în discuție, tratând portofoliile naționale și străine ca active distincte. Acest lucru conduce la abaterea standard a portofoliului  $\sigma_p$ , care va fi egală cu:

$$\sigma_p = [a^2\sigma_n^2 + (1-a)^2\sigma_s^2 + 2a(1-a)\sigma_n\sigma_s\rho_{n,s}]^{1/2} \quad (4)$$

unde:  $\rho_{n,s}$  este corelația între câștigurile acțiunilor naționale și cele străine. Testa-



Sursa: Adaptat după Shapiro (1994, p.388)

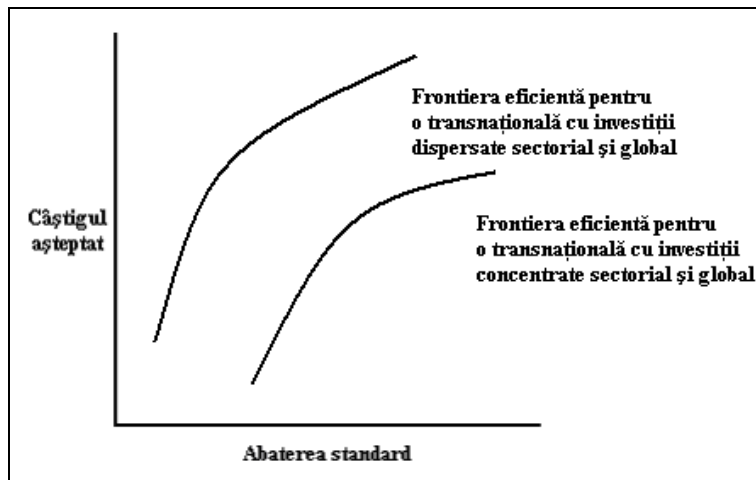
**Figura 3:** Deplasarea frontierei eficiente prin diversificare internațională

rea empirică a acestei formule a avut de fiecare dată același rezultat, demonstrând felul în care, prin diversificarea internațională, se poate obține un portofoliu care să aibă un risc mult mai redus decât acela al portofoliului compus exclusiv din titluri financiare achiziționate de pe piața națională a investitorului. În plus, riscul va fi cu atât mai mult diminuat cu cât corelațiile existente între economiile statelor de unde provin titlurile financiare incluse în portofoliul diversificat internațional sunt mai reduse.

## 2. Extinderea teoriei moderne a portofoliului în domeniul analizei portofoliului de investiții străine directe al corporației transnaționale

Plecând de la teoriile enunțate anterior, o serie de autori au încercat *extinderea aplicării aceluiași principii în contextul*

*portofoliului de proiecte de investiții străine directe al corporației transnaționale*. Astfel, se consideră că o combinație adecvată a proiectelor corporației transnaționale, realizată atât în plan internațional, cât și sectorial, ar putea genera un portofoliu având un profil risc-câștig superior proiectelor individuale și situat pe frontiera eficientă a portofoliilor internaționale. Situația portofoliului rezultat pe frontiera eficientă ar fi rezultatul corelațiilor dintre câștigurile proiectelor care alcătuiesc portofoliul: cu cât acestea vor fi mai reduse, cu atât mai redus va fi și riscul portofoliului. O altă supoziție formulată în contextul abordării de către corporația transnațională a unei strategii de diversificare internațională este aceea ca, prin luarea în considerare a portofoliului de ISD, frontiera eficientă să se deplaseze față de locul inițial, într-un mod similar celui descris în cazul portofoliului de active financiare diversificat internațional, după cum sugerează și Figura 4.



Sursa: Adaptat după Munteanu și Horobeț (2003, p.563).

**Figura 4:** Avantajul potențial în termeni de risc-câștig al unei corporații transnaționale diversificate

Riscul este măsurat prin abaterea standard a câștigurilor asociate fiecărui proiect, iar câștigul așteptat este redat de indicatorii *Return on Assets (ROA)* sau *Return on Equity (ROE)*.

Totuși, această perspectivă a fost și continuă să fie una controversată, cercetarea în acest domeniu fiind încă la început de drum și confruntându-se și astăzi cu problemele generate de complexitatea fenomenului.

### **2.1. Dezvoltarea unor portofolii eficiente de proiecte**

Condiția care face posibilă alcătuirea unui portofoliu eficient de titluri financiare – unul care să maximizeze câștigul pentru un anumit nivel al riscului sau să minimizeze riscul pentru un anumit nivel al câștigului – este interdependența existentă între variațiile câștigurilor titlurilor ce compun portofoliul. Indiferent de eficiența pieței, dacă ni s-ar oferi un set de titluri financiare având un anumit câștig și risc, am fi în măsură să selectăm acele combinații de titluri care sunt superioare celorlalte, deoarece riscul fiecărui titlu variază o dată cu câștigul celorlalte. În mod similar, dacă o asemenea interdependență ar exista între proiectele pe care corporația le poate realiza, ar trebui să poată fi selectate acele combinații de proiecte care să fie superioare celorlalte.

#### *Alcătuirea unui portofoliu de proiecte*

Măsura riscului utilizată de teoria financiară este abaterea standard sau varianța distribuției de câștiguri posibile ale unui titlu financiar. În analiza de față abaterea standard sau varianța proiectului va fi folosită de asemenea și ca o măsură a riscului proiectului. Dar cum poate fi calculată varianța unui portofoliu de proiecte?

Rodriguez și Carter (1986) oferă un exemplu sugestiv în acest sens. Să considerăm că o corporație transnațională, numită *Freeport Minerals*, are în vedere o posibilă investiție în trei proiecte. Fiecare este o fabrică de nichel, două în câte un stat din Australia și una în Ghana. Fiecare proiect are un câștig așteptat și o abatere standard. Corporația *Freeport* dorește să investească în două fabrici, dar nu este sigură pe care ar trebui să le prefere din cele trei. Abaterea standard a investiției în cele două fabrici australiene ar putea fi foarte apropiată de suma abaterilor standard ale celor două proiecte individuale; fiecare proiect este expus în bună parte aceluiași risc, în principal specific pieței mondiale a nichelului, costurilor din Australia, valorii dolarului, inflației și așa mai departe. Se poate afirma că cele două proiecte sunt puternic corelate pozitiv.

Pe de altă parte, abaterea standard a câștigului aceleiași investiții realizată în fabrica din Ghana și în oricare dintre cele două fabrici din Australia ar putea fi cu mult mai mică decât suma abaterilor standard ale câștigurilor celor două proiecte. În acest caz se poate vorbi de diversificare corporativă globală (geografică). Corporația *Freeport* are motive să speră că o grevă a muncitorilor dintr-o fabrică, o inflație severă sau o devalorizare substanțială a monedei într-una din cele două țări, spre exemplu, nu s-ar regăsi în mod necesar și în cazul celui de-al doilea proiect. Este adevărat că ambele investiții sunt subiectul aceluiași tehnologii și condiții ale pieței internaționale a nichelului, dar există un beneficiu din dispersarea geografică a riscului.

În cele din urmă, managementul transnaționalei *Freeport* ar putea să sporească diversificarea investind într-o fabrică de nichel în Australia și într-un



proiect de operațiuni cu zinc desfășurat în Peru. În acest caz ar exista atât diversificare globală (geografică), cât și diversificare sectorială (de produs).

Acest exemplu ar trebui să evidențieze câteva motive, intuitive, pentru respingerea sumei abaterilor standard ale proiectelor individuale ca măsură a riscului portofoliului. Ca urmare, devine necesară introducerea unei alte măsuri statistice: între fiecare proiect și oricare altul, se poate calcula covarianța ca o măsură a riscului comun al celor două proiecte. Mai mult, varianța unui portofoliu de două sau mai multe proiecte se poate calcula combinând varianțele și covarianțele proiectelor respective.

Spre exemplu, să presupunem că cele trei proiecte au câștigurile medii, abaterile standard și covarianțele reprezentate în prima parte a *Casetei 1*. Utilizând aceste valori, putem calcula câștigurile medii și abaterile standard pentru cele patru combinații posibile de proiecte, așa cum este evidențiat în zona de mijloc a tabelului. Aceste calcule presupun însă că sunt necesare investiții în dolari egale pentru fiecare investiție, pentru ca ele să fie reciproc substituibile. Câștigul mediu al portofoliului este:

$$R = \sum_{i=1}^n w_i r_i \quad (5)$$

unde  $i$  reprezintă proiectele din portofoliu,  $w_i$  este procentul din buget investit în fiecare proiect (cu  $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ ), și  $r_i$  este câștigul mediu al proiectului  $i$ .

Abaterile standard a câștigului portofoliului este:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{cov}(i, j)}, \quad (i \neq j) \quad (6)$$

unde  $\sigma_p$  este abaterea standard a portofoliului,  $w_i$  și  $w_j$  sunt ponderile proiectelor  $i$  și  $j$  în cadrul portofoliului,  $\sigma_i$  este abaterea standard a proiectului  $i$  și  $\text{cov}(i, j)$  este covarianța între proiectele  $i$  și  $j$ , calculată ca produs al corelației între proiectele  $i$  și  $j$ ,  $(\rho_{i,j})$ , și abaterea standard a fiecărui proiect:  $\text{cov}(i, j) = \rho_{i,j} \sigma_i \sigma_j$ .

Un rezumat al rezultatelor obținute pentru fiecare din cele patru portofolii este prezentat în ultima parte a *Casetei 1*. Portofoliile eficiente, în ordinea crescătoare a câștigurilor medii, sunt portofoliile B, D și C. Portofoliul A poate fi eliminat ca fiind inferior portofoliului C – ambele portofolii aduc un câștig mediu de 22,5%, dar portofoliul A are o abatere standard mai mare decât portofoliul C, deci în consecință este mai riscant. Beneficiile diversificării pot fi observate comparând portofoliul B (care aduce un câștig mediu de 20%) cu proiectul fabricii de nichel în Australia sau al minei de zinc în Peru. Fiecare din aceste proiecte aduce același câștig mediu, dar fiecare are o abatere standard mai mare decât a portofoliului care le combină pe amândouă. *Ceteris paribus*, managementul corporației ar selecta unul din cele trei portofolii eficiente în funcție de compromisul risc – câștig. O conducere de tip conservator ar opta probabil pentru portofoliul B, cu un câștig mediu de 20% și o abatere standard de 8,5%. Următoarea alternativă oferă un câștig mediu mai mare, de 21,5%, în timp ce abaterea standard crește la 12,6%. Totuși, decizia finală va depinde de atitudinea echipei manageriale față de risc, ca și de alte atribute ale proiectelor care nu pot fi caracterizate eficient doar în termeni de risc și câștig.

Efectele diversificării obținute prin combinarea proiectelor pot fi cuantificate

**Caseta 1:** Proiecte și portofolii de proiecte: Câștiguri și abateri standard

<b>PROIECTELE COMPONENTE</b>			
	<b>Proiectele cu fabrici de nichel</b>		<b>Mina de zinc</b>
	Australia	Ghana	Peru
Câștigul mediu	0,20	0,25	0,20
Abaterea standard	0,10	0,25	0,12
Covarianța	0,020		0,006
	0,0024		
<b>PORTOFOLII POSIBILE</b>			
<b>A. Fabrici de nichel în Australia și Ghana</b>			
$r = 0,5(0,20) + 0,5(0,25) = 0,225 = 22,5\%$			
$\sigma = \sqrt{0,25(0,10)^2 + 0,25(0,25)^2 + 2(0,25)(0,020)} = \sqrt{0,028125} = 0,168 = 16,8\%$			
<b>B. O fabrică de nichel în Australia și o mină de zinc în Peru</b>			
$r = 0,5(0,25) + 0,5(0,20) = 0,20 = 20\%$			
$\sigma = \sqrt{0,25(0,10)^2 + 0,25(0,12)^2 + 2(0,25)(0,0024)} = \sqrt{0,0073} = 0,085 = 8,5\%$			
<b>C. O fabrică de nichel în Ghana și o mină de zinc în Peru</b>			
$r = 0,5(0,25) + 0,5(0,20) = 0,225 = 22,5\%$			
$\sigma = \sqrt{0,25(0,25)^2 + 0,25(0,12)^2 + 2(0,25)(0,006)} = \sqrt{0,02223} = 0,149 = 14,9\%$			
<b>D. Toate cele trei proiecte</b>			
$r = 0,33(0,20) + 0,33(0,25) + 0,33(0,20) = 0,215 = 21,5\%$			
$\sigma = \sqrt{0,11(0,10)^2 + 0,11(0,25)^2 + 0,11(0,12)^2 + 2(0,11)(0,02) + 2(0,11)(0,006) + 2(0,11)(0,0024)}$			
$= \sqrt{0,015807} = 0,126 = 12,6\%$			
<b>REZUMAT</b>			
<b>Portofoliul</b>	<b>Câștigul mediu</b>	<b>Abaterea standard</b>	<b>Coefficientul de variație</b>
B. O fabrică de nichel în Australia și o mină de zinc în Peru	20,0%	8,5%	0,42
D. Toate cele trei proiecte	21,5%	12,6%	0,59
A. Fabrici de nichel în Australia și Ghana	22,5%	16,8%	0,75
C. O fabrică de nichel în Ghana și o mină de zinc în Peru	22,5%	14,9%	0,66

Sursa: Adaptat după Rodriguez. și Carter (1986, p.572).

pentru alte criterii folosind aceleași proceduri și formule. Aceste criterii ar putea include, spre exemplu, rata terminală a câștigului, valoarea actualizată netă, câștigul pe acțiune într-un anumit an, ratele de creștere ale vânzărilor etc.

## **2.2. Dezvoltarea datelor pentru alcătuirea unui portofoliu de proiecte utilizând metoda simulării computerizate**

În exemplul anterior au fost oferite datele necesare estimării câștigurilor și abaterilor standard ale posibilelor portofolii de proiecte. În continuare ne vom opri asupra modului în care putem genera aceste date.

În prezent constituirea portofoliului optim de proiecte al unei corporații transnaționale a devenit practic de neconceput în lipsa unor modele computerizate interactive dintre cele mai performante. Soluțiile software sunt acum create și modificate pentru a răspunde cerințelor specifice tot mai complexe ale companiilor din întreaga lume în ceea ce privește managementul portofoliului de proiecte. Gradul sporit de adaptabilitate, actualizarea lor permanentă însoțită, fără excepție, și de instruirea adecvată a personalului companiei, fac ca prețul acestor instrumente moderne de management să se mențină încă la un nivel ridicat, acestea fiind accesibile în general doar corporațiilor de talie mare (în funcție de performanța și particularizarea acestor soluții software, prețul lor variază de la 30.000 USD la peste 1.000.000 USD).

Deși extrem de variate, aceste modele computerizate interactive au la bază aceleași principii de funcționare. Să presupunem că managementul unei corporații

este preocupat în principal de câteva criterii majore, cum ar fi vânzările, câștigul pe acțiune, fluxurile de numerar în primii 3 ani și valoarea actualizată netă. Folosind un model de simulare computerizată se poate obține mai întâi distribuția de probabilitate a rezultatelor unui proiect, specificând natura distribuțiilor de probabilitate ale diferiților factori care au o influență asupra proiectului. Introducând apoi aceleași date pentru un set de proiecte și specificând apoi portofoliul avut în vedere, va putea fi derivată covarianța între aceste proiecte și distribuția de probabilitate a portofoliului ales. Atunci când proiectele depind de o variabilă comună (cum ar fi, spre exemplu, PIB-ul sau rata de creștere într-un anumit sector economic), procesul va asigura o valoare comună pentru acești factori de influență. Oferind o serie de opțiuni ce urmează a fi procesate pentru a permite managerului să observe rezultatele pentru diferite combinații de portofoliu, modelul computerizat interactiv va permite selecția portofoliului final într-o manieră rapidă. Acest tip de program va permite, între altele, obținerea de date specifice portofoliului, plecând de la anumite criterii specificate de manager și incluzând costul datoriei pentru orice împrumut utilizat. Modelul computerizat va oferi opțiuni de comparare, care permit conducerii companiei să studieze eficiența portofoliului propus față de operațiunile curente cu scopul de a atinge obiectivele propuse pentru anii următori. Spre exemplu, pe baza unor calcule statistice efectuate de program, managerul are posibilitatea să observe probabilitatea ca, în cel de-al doilea an, câștigurile pe acțiune să nu fie mai mici decât cele care s-ar obține în aceeași perioadă, în condițiile menținerii situației prezente. Aceste probabilități pot

fi prezentate explicit pentru fiecare criteriu specificat. Prin utilizarea aceluiași program se pot efectua comparații portofoliu – proiect, care îi arată managerului felul în care portofoliul propus va fi modificat din punct de vedere al fiecărui criteriu reținut prin adăugarea sau renunțarea la un anumit proiect. Comparația indică mărimea cu care s-ar modifica valorile câștigurilor așteptate și abaterilor standard ale portofoliului prin adăugarea unui proiect sau renunțarea la acesta.

Pe măsură ce tot mai mulți manageri de companii și producători de software realizează utilitatea acestor programe, se dezvoltă metode din ce în ce mai sofisticate dar, în același timp, și mai accesibile utilizatorului nespecialist. Opțiunile aflate astfel la îndemâna decidenților sunt din ce în ce mai numeroase, permițând selectarea unui portofoliu eficient de proiecte pe baza unor calcule de o mare acuratețe. Totuși, aceste programe apelează în continuare la judecata managerilor, ele neputând funcționa decât pe baza datelor primare introduse de aceștia, de exactitatea acestor date depinzând, în final, relevanța rezultatului. Acest fapt subliniază necesitatea unor cunoștințe teoretice solide în domeniul financiar și a unei foarte bune înțelegeri a mediului economic în care acționează corporația din partea managerilor însărcinați cu luarea deciziilor privind alcătuirea portofoliului de proiecte al corporației transnaționale.

### **2.3. Implicațiile existenței unui portofoliu al pieței globale pentru evaluarea proiectelor (Cadru CAPM)**

O alternativă la evaluarea covarianței între proiecte pentru a obține un portofoliu

care să fie în concordanță cu profilul risc – câștig pe care corporația îl dorește, este obținerea unei rate de actualizare care să poată fi utilizată pentru anumite proiecte, atunci când sunt cunoscute caracteristicile de risc ale acestora. Capacitatea investitorilor de a-și diversifica portofoliul de investiții conduce la reducerea riscului pe care aceștia îl percep în legătură cu investirea în anumite companii. Atunci când este luat în considerare acest aspect, rata de actualizare pe care compania o utilizează ca și criteriu de acceptabilitate trebuie modificată în consecință. Modelul care încorporează aceste concepte este modelul CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

În esență CAPM, sugerează că rata de actualizare relevantă a unui proiect se bazează pe covarianța acelui proiect cu portofoliul pieței, ceea ce în contextul de față ar fi un portofoliu al pieței globale (adică un portofoliu eficient, bine diversificat, care cuprinde portofolii de proiecte corporative din întreaga lume). Această covarianță este combinată cu estimări ale câștigului așteptat al pieței și câștigul unui activ fără risc pentru a determina câștigul așteptat al proiectului. Fiind date previziuni ale câștigului pieței globale și ale variabilității, rata fără risc și câștigurile diverselor proiecte în diferite ipostaze ale pieței, atunci se poate determina rata minimă acceptabilă a câștigului. Deși derivând din viziuni ușor diferite, abordarea modelului CAPM poate fi comparată cu analiza coeficientului  $\beta$  utilizată în selecția portofoliului de titluri financiare. Conform acestei analize, câștigul unui titlu financiar ( $R_e$ ) poate fi pus în relație cu rata fără risc ( $r_f$ ) și câștigul pieței ( $r_m$ ) prin următoarea formulă:

$$(R_e - r_f) = \alpha + \beta(r_m - r_f) \quad (7)$$

Beta ( $\beta$ ) reprezintă măsura volatilității titlului financiar sau portofoliului (adică a fondului mutual) față de câștigul pieței. Beta este covarianța titlului financiar împărțită la varianța câștigului pieței [ $cov(R_e, r_m)/\sigma_m^2$ ]. Alfa ( $\alpha$ ) este măsura oricărui surplus de câștig necesar în cazul titlului de mai sus, peste câștigul acceptabil, în funcție de riscul său. O valoare negativă a coeficientului  $\alpha$  implică faptul că, în anumite perioade de timp, câștigul titlului nu a fost suficient de ridicat pentru a-l compensa pe investitor pentru riscul asumat.

În cazul evaluării proiectelor,  $\alpha$  este îndepărtat și termenii sunt rearanjați pentru a se obține  $R_e$ , câștigul acceptabil al capitalului propriu pentru proiect:

$$R_e = \beta(r_m - r_f) + r_f \quad (8)$$

sau, întrucât  $\beta = cov(R_e, r_m)/\sigma_m^2$ :

$$\begin{aligned} R_e &= [cov(R_e, r_m)/\sigma_m^2](r_m - r_f) + r_f = \\ &= r_f [1 - cov(R_e, r_m)/\sigma_m^2] + \\ &+ r_m cov(R_e, r_m)/\sigma_m^2 \end{aligned} \quad (9)$$

Cu cât este mai mare covarianța titlului financiar respectiv cu portofoliul pieței, cu atât va fi mai mare rata acceptabilă a câștigului. La extremă, un proiect care evoluează o dată cu piața nu contribuie în nici un fel la diversificarea acestei piețe. Riscul acestui proiect este egal cu riscul pieței, așa-numitul risc sistematic, care, conform teoriei moderne a portofoliului, nu poate fi diversificat. Pe de altă parte, un proiect care are o covarianță extrem de redusă cu portofoliul pieței va trebui să aducă un câștig mai mic datorită contribuției sale la diversificarea portofoliului total. Acest tip de risc este cunoscut sub denumirea de risc nesistematic.

Pentru a determina rata minimă a câștigului acceptabil pentru un proiect se procedează combinând costul capitalului

propriu, calculat ca în ecuația (8), cu costul datoriei, ținând seama de ponderile capitalului împrumutat ( $D$ ) și capitalului propriu ( $E$ ) folosite în structura de capital adecvată proiectului, după cum urmează:

$$R_{proiect} = R_e [E/(E + D)] + R_d [D/(D + E)] \quad (10)$$

unde:  $R_e$  este calculat folosind covarianța proiectului cu portofoliul pieței și un coeficient  $\beta$  estimat.

Chiar dacă  $\beta$  poate fi estimat plecând de la proiecte similare sau de la câștigurile unor companii similare care își desfășoară activitatea pe aceeași piață, dacă există finanțare prin datorie, coeficientul  $\beta$  nu va fi același cu cel al unei companii sau proiect care utilizează îndatorarea într-o proporție diferită. În acest caz managerul trebuie să ia o decizie referitor la modul în care va calcula costul capitalului pentru un proiect cu un nivel de îndatorare diferit.

O abordare ar fi să se calculeze mai întâi coeficientul  $\beta$  pentru un proiect finanțat exclusiv prin capital propriu ( $\beta_e$ ). Presupunem că se utilizează argumentul Modigliani – Miller conform căruia singura creștere a valorii unei companii îndatorate provine din deductibilitatea dobânzii pentru împrumutul contractat. Valoarea acestui scut fiscal poate fi scăzută din valoarea totală de piață a datoriei și capitalului propriu al companiei îndatorate, sau societatea similară care reprezintă proiectul propus. În cazul datoriei perpetue, valoarea cumulată a economiilor de impozit obținute prin deductibilitatea dobânzii este reprezentată de produsul dintre rata impozitului,  $T$ , și valoarea datoriei,  $D$ . În alte cazuri, valoarea actualizată a tuturor plăților viitoare ale dobânzii după luarea în considerare a efectelor impozitării trebuie calculată direct.

Aceste operații oferă valoarea corporației finanțată exclusiv prin capital propriu, o dată ce este eliminată creșterea în valoarea de piață provenită din deductibilitatea dobânzii. Utilizând date istorice pentru corporația existentă sau pentru proiect (sau alte corporații comparabile), se pot obține datele referitoare la câștig, în valoarea corporației pentru fiecare perioadă.

Spre exemplu, dacă presupunem că valoarea,  $V$ , este suma capitalului propriu și a datoriei, și este de asemenea egală cu valoarea corporației finanțată exclusiv prin capitalul propriu,  $V_A$ , adunată cu economiile de impozitare ale datoriei perpetue ( $TD$ ), atunci valoarea corporației finanțată exclusiv prin capital propriu va fi egală cu valoarea capitalului propriu adunată cu  $(1 - T)D$ , sau:

$$\begin{aligned} V &= E + D = V_A + TD \\ V_A &= E + (1 - T)D \end{aligned} \quad (11)$$

Câștigul fiecărei perioade pentru corporația finanțată exclusiv prin capital propriu este modificarea acestei valori totale adunată cu venitul, care este reprezentat de dividend ( $Div$ ) și venitul din dobândă ( $C$ ), împărțite la valoarea de început sau:

$$\frac{V_{A_{t+1}}}{V_{A_t}} = \frac{E_{t+1} + Div + C + (1 - T)D_{t+1}}{E_t + (1 - T)D_t} \quad (12)$$

Dacă această evaluare este realizată pentru fiecare perioadă istorică sau perioadă viitoare ipotetică, volatilitatea sa poate fi estimată utilizând modelul CAPM evidențiat în ecuația (1). Această analiză oferă o estimare a coeficientului  $\beta_e$ , deoarece, prin definiție, valoarea corporației finanțate exclusiv prin capitalul propriu și volatilitatea sa coincid cu valoarea capitalului propriu și volatilitatea efectului de scut fiscal,  $TD$ .

Din nou, să luăm în considerare cazul datoriei perpetue și concluzia Modigliani – Miller conform căreia singura creștere a valorii corporației îndatorate provine din deductibilitatea fiscală a dobânzii. Atunci costul capitalului,  $R_p$ , va fi produsul dintre costul capitalului propriu în lipsa datoriei (utilizând  $\beta_e$ ,  $r_m$  și  $r_f$  din estimările anterioare) și rezultatul operației unu minus produsul dintre rata impozitului și ponderea datoriei în corporație sau proiect:

$$R_p = [\beta_e(r_m - r_f) + r_f] [1 - T(Datoria\ adițională / Valoarea\ proiectului\ fără\ datorie)] \quad (13)$$

Aceste calcule pleacă de la ipoteza că  $R_d$ , costul datoriei, este același cu  $r_f$  și că datoria este perpetuă. De asemenea, sunt ignorate efectele pe care falimentul le-ar avea asupra valorii corporației (adică valoarea ar fi constituită din 99% datorie), dar ipoteza nu ar fi nerezonabilă în condițiile unui nivel acceptabil al îndatorării, în special dacă în cazul falimentului activele ar putea fi vândute la valoarea lor de piață. Totodată, nu se ține seama de situația comună în care falimentul depinde de riscul total al tuturor proiectelor, nu numai de riscul unui singur proiect. Ipotezele generale ale modelului CAPM (așteptări omogene, lipsa costurilor de tranzacționare, titluri financiare perfect divizibile, lipsa impozitării, cantități fixe din toate activele, un număr destul de mare de investitori și informația gratuită, la care toți investitorii au acces imediat și complet) pot fi acceptate pe termen scurt (la nivelul unei singure perioade) și în cadrul național. Aceste ipoteze nu sunt însă valabile, de cele mai multe ori, atunci când ne referim la piețele internaționale. Spre exemplu, manipularea este o metodă frecvent întâlnită pe multe piețe străine

dintr-o serie de motive cunoscute. În primul rând, standardele de contabilitate au, în funcție de fiecare țară, grade diferite de strictețe, astfel încât uneori ele fie nu sunt disponibile, fie nu prezintă un nivel acceptabil de încredere. De aceea, de multe ori sunt lansate zvonuri care pot fi cu greu combătute. În plus, dimensiunile reduse ale multor companii permit tranzacționarea zilnică a unui volum destul de mare de acțiuni cu o sumă de bani destul de mică, ceea ce face ca prețul acestor acțiuni să fie extrem de volatil, ceea ce aduce beneficii în special manipulatorilor.

Impactul teoretic al acestui model este substanțial. Totuși, elaborarea unor previziuni rezonabile în ceea ce privește câștigul pieței și câștigul viitor la rata fără risc, îl face dificil de aplicat în situații practice. Și indiferent de problemele de estimare a câștigului viitor la rata fără risc, cea mai importantă întrebare rămâne: Ce reprezintă câștigul pieței? Atunci când ne referim la un cadru internațional, este oare câștigul pe piața de capital a țării gazdă?

Metoda simulării computerizate utilizează pentru alcătuirea portofoliului oferă covarianțele ca urmare a simulării proiectelor individuale în procesul constituirii portofoliului. Aceste estimări ale covarianțelor se referă numai la proiectele pe care corporația le are în vedere. Poate fi argumentat însă că, în majoritatea cazurilor, aceste proiecte constituie numai un subset al tuturor proiectelor incluse în portofoliul pieței la care investitorul are acces. În acest caz riscul total al unui portofoliu de proiecte ar mai conține încă o fracțiune a riscului pe care investitorul ar putea să o diversifice investind în portofoliul pieței. Totuși, în măsura în care corporația are acces la unele proiecte speciale care nu se regăsesc în portofoliul

pieței, analiza riscului total al portofoliului de proiecte speciale pune lucrurile într-o altă lumină. O parte din riscul acestor proiecte speciale poate fi corelat cu portofoliul pieței, dar cel care rămâne constituie o sursă unică de diversificare la care numai corporația respectivă poate să contribuie. În cele din urmă, metoda simulării computerizate permite introducerea în analiză a unor scopuri multiple (altele decât varianța câștigurilor), considerate relevante de către managementul corporației.

În practică, ambele tipuri de analiză – metoda simulării computerizate și cadrul CAPM – se completează reciproc, fiind complementare.

#### **2.4. Diversificarea corporativă sectorială și reducerea riscului portofoliului de investiții străine directe al corporației transnaționale**

Managerii corporațiilor transnaționale justifică nu de puține ori decizia de abordare a unei strategii de diversificare prin aceea că astfel reduc expunerea companiei la incertitudinile sau riscul ciclic și secular. Acuratețea acestei afirmații nu este încă, după cum am menționat și anterior, într-adevăr bine documentată. De fapt, în continuare se cunosc destul de puține lucruri referitoare la relația existentă între diversificarea corporativă și risc, iar o bună parte din ceea ce se știe a fost împrumutat din teoria modernă a portofoliului. Deși această teorie vine cu siguranță în sprijinul managerului portofoliului de active financiare, ea nu este în mod necesar un ghid la fel de bun în cazul previziunilor referitoare la efectele diversificării corporative asupra riscului

companiei, care ar putea fi, în opinia unor autori [vezi, spre exemplu, Lubatkin și Chatterjee (1994)] explicate mai bine de teoria managementului strategic. Acest aspect pare a fi cu atât mai bine verificat cu cât se face referire în principal la *strategia de diversificare corporativă sectorială*.

Deoarece managerii corporației transnaționale sunt caracterizați de aversiunea față de risc, mulți dintre ei încearcă să alcătuiască portofoliile de investiții în jurul așa-numitei strategii a “scăunelului cu trei picioare” (engl. *three-legged stool*). Fundamentală pentru această strategie de diversificare este presupunerea că probabilitatea ca o companie să se apropie de faliment se reduce pe măsură ce aceasta adaugă alte domenii de activitate. Această presupunere, bazată pe interpretarea teoriei moderne a portofoliului, este una atrăgătoare: prin reducerea dependenței companiei de un singur produs, o singură piață sau tehnologie, precum și prin reducerea expunerii la dificultățile și ciclicitățile unui singur mediu de afaceri, se poate reduce riscul întregii corporații. În acest context nici nu este surprinzător că multe companii se îndreaptă către strategii de diversificare sectorială prin abordarea unor afaceri neînrudite, conform clasificării lui Rumelt.

Lubatkin și Chatterjee (1994) pun în discuție posibilitatea extinderii teoriei moderne a portofoliului în domeniul diversificării corporative, pornind de la clasificarea oferită de Richard Rumelt în lucrarea sa din 1974 cu referire la diversificarea sectorială, deci dintr-o perspectivă unidimensională asupra fenomenului, ce exclude investigarea distinctă a diversificării globale și a legăturilor ce există între cele două forme de diversificare. Rezultatele studiului sunt însă și în acest con-

text relevante, ele oferind un bun punct de plecare pentru o analiză cu o mai mare complexitate.

O interpretare a teoriei portofoliului, bazată pe posibilitatea extinderii acesteia dincolo de limitele domeniului managementului titlurilor financiare pentru care a fost inițial concepută, este aceea că varianța așteptată a câștigurilor unei companii este minimizată cel mai bine alăturând sectoare de activitate (afaceri) independente și non-interactive, printr-un proces de diversificare de tipul afacerii neînrudite (conform clasificării lui Rumelt). Această afirmație se bazează pe viziunea conform căreia *diversificarea reprezintă în fapt o combinație a două sau mai multe surse de venit, fiecare având asociat un anumit risc/o anumită varianță*. În măsura în care sursele de venit sunt slab corelate, varianța surselor combinate se va reduce în mod semnificativ. Desigur, situațiile în care corelațiile sunt negative sunt destul de rare. Totuși, atunci când două surse de venit sunt slab corelate, așa cum se așteaptă să fie cazul combinării afacerilor neînrudite, teoria portofoliului prevede o scădere semnificativă a riscului nesistematic al corporației diversificate. Altfel spus, varianța așteptată a câștigurilor combinate este o extensie lineară a varianțelor anterioare și a covarianței între cele două surse de venit. Dimpotrivă, cu cât sunt mai apropiate (înrudite) activitățile unei corporații, cu atât câștigurile vor evolua în aceeași direcție, la unison, și ca urmare reducerea anticipată a riscului nesistematic va fi mai puțin pronunțată. Susținătorii acestei interpretări a teoriei portofoliului prevăd astfel o *relație inversă între nivelul diversificării corporative și risc*, care aproximează, dar nu și echivalează, relația existentă în cazul în care acționarii își di-



versifică portofoliile de titluri financiare. Orice diferență între cele două relații ar putea fi datorată costurilor de tranzacționare mai ridicate pe care corporațiile trebuie să le suporte în procesul de diversificare și costurilor de agenție sau problemelor angajaților ce însoțesc, de obicei, demersul de diversificare corporativă. Acești cercetători prevăd de asemenea că între diversificarea corporativă și riscul sistematic nu există o relație de natură statistică deoarece riscul sistematic este, prin definiție, nediversificabil. În alte cuvinte, diversificarea corporativă nu va reduce riscul sistematic, cel puțin nu într-o manieră care să difere de ceea ce acționarii pot obține acționând individual prin ajustarea portofoliilor proprii de titluri financiare.

Susținătorii teoriei diversificării corporative prevăd exact opusul, susținând că riscul nesistematic și sistematic sunt ambele minimizate cel mai bine alăturând activități intercorelate sinergic astfel încât să se influențeze reciproc [Bettis și Hall (1982); Lubatkin și O'Neill (1987)]. Acești cercetători nu susțin că teoria portofoliului ar fi incorectă. Mai degrabă atrag atenția asupra faptului că ea a fost concepută inițial pentru managerii portofoliilor de titluri financiare pentru evaluarea caracteristicile riscului unui portofoliu de acțiuni, și nu pentru managerii unor corporații. Atunci când corporațiile se diversifică, acțiunile managementului pot influența profilele de risc anterior identificate ale activităților ce se combină, și astfel varianța așteptată a câștigurilor combinate nu ar fi neapărat o extensie lineară a varianțelor istorice. Altfel spus, în timp ce teoria portofoliului pleacă de la premisa unui management pasiv, fluxurile de numerar putând fi combinate dar nu și modificate, teoria diversificării corporati-

ve are la bază ideea că managerii pot interveni activ pentru a diminua riscul corporativ într-o manieră care nu este accesibilă acționarilor.

Procesul diversificării corporative care a fost denumit diversificare de tip constrâns (engl. *constraint diversification*) [Rumelt (1974)], prin care o companie conduce un set de activități distincte care utilizează tehnologii de producție, strategii de marketing și cercetare similare, constituie o bună dovadă în acest sens. O astfel de companie poate utiliza cel puțin trei avantaje specifice ei, cu efecte sinergice, pentru a-și proteja poziția pe piață mai bine decât o pot face competitorii săi direcți. Aceste avantaje competitive pot, de asemenea să diminueze expunerea câștigurilor companiei la fluctuațiile economice generale.

În primul rând, o corporație care abordează o strategie a diversificării de tip constrâns dispune de economii de scară mai însemnate decât o companie care optează pentru orice altă strategie de diversificare. În măsura în care o corporație diversificată în manieră de tip constrâns își poate extinde producția, distribuția și tehnologiile aflate în proprietatea sa asupra a două sau mai multe produse, poate utiliza aceste resurse la un cost aproape de cel minim, chiar și în timpul perioadelor de recesiune economică. Pe lângă aceste avantaje de partea ofertei, utilizarea în comun a resurselor poate aduce avantaje și de partea cererii. În mod special, poate crește gradul de diferențiere a unui produs, prin reducerea costului diferențierii sau prin sporirea gradului de unicitate al produsului. În ambele cazuri, diferențierea rezultată permite companiei să mențină o loialitate mai sporită din partea clienților în perioadele ciclice sau sezoniere de declin economic.

În al doilea rând, o corporație diversificată într-o manieră de tip constrâns poate obține avantaje prin faptul că afacerile sale funcționează având la bază aceeași logică. Prin aceasta, managementul central al unei astfel de companii poate înțelege, anticipa și face față mai bine problemelor întâmpinate în timpul unor crize economice. Formulând altfel, managerii unei astfel de corporații pot interveni în mod pozitiv prin introducerea unor sisteme de control eficiente, prin revizuirea alocării resurselor, oferind motivația promovării investițiilor pe termen lung și obținând avantajul inițiatorului unui anumit tip de strategie față de competitorii săi care au abordat un alt tip de diversificare. De asemenea, în virtutea similarităților existente între activitățile sale, o corporație diversificată în maniera constrânsă poate dezvolta cu o mai mare ușurință o cultură specifică de afaceri capabilă să faciliteze transferul de informații în cadrul companiei și astfel să reducă costul sistemelor de control formale.

În al treilea rând, corporațiile care preferă diversificarea de tip constrâns beneficiază de avantaje în relația cu competitorii. Acestea survin atunci când societățile rivale se află în competiție în mai multe industrii simultan, în acest fel conectând domeniile respective deoarece acțiunile îndreptate către acestea într-un domeniu, ar putea avea implicații și în celelalte.

Desigur, nu toate corporațiile care au optat pentru diversificarea de tip constrâns se vor bucura de toate avantajele care provin din realizarea întregului set de sinergii menționate anterior, și aceasta întrucât obținerea acestor sinergii este dificilă în special din punct de vedere administrativ. Ele necesită un sistem centralizat de control costisitor care să poată

oferi top managerilor o înțelegere strategică a fiecăreia dintre afacerile deținute de companie, o conștientizare a oportunităților pentru coordonarea coerentă a activităților și mijloacele pentru a se asigura că managerii la nivel de afacere caută în mod activ noi oportunități intracorporative. Altfel spus, costurile tranzacțiilor interne referitoare la redactarea, monitorizarea și execuția înțelegerilor de afaceri din cadrul companiei intervin atunci când se dorește încurajarea schimburilor intracorporative deoarece părțile sunt supuse și în acest caz tendinței de abordare a unei atitudini concurențiale. În medie, aceste costuri ale tranzacțiilor interne pot să diminueze, dar nu să elimine, consecințele favorabile ale reducerii riscului prin diversificarea de tip constrâns.

Prin contrast, o corporație aproape nediversificată, de tip afacere unică, va fi lipsită de efectele sinergice de care beneficiază corporațiile diversificate în manieră constrânsă, precum și de orice avantaj al unui efect de portofoliu. Legată de incertitudinile specifice unui singur mediu de afaceri și aflată în dejavantaj în competiția cu alte companii diversificate în manieră constrânsă, o companie cu afacere unică va avea câștiguri deosebit de vulnerabile atât la fluctuațiile micro-economice (specifice industriei; nesistematice), cât și la cele macro-economice (sistemice).

În conformitate cu teoria diversificării corporative, fiecare activitate din cadrul unei corporații cu afacere neînrudită poate fi de asemenea destul de vulnerabilă în fața fluctuațiilor sectoriale și macroeconomice întrucât, ca și în cazul companiilor cu afacere unică, nu pot fi identificate acele relații interne care apar în cadrul unei companii care abordează strategia diversificării de tip constrâns. În primul

rând, disparitățile existente între tehnologiile utilizate în fiecare domeniu de activitate abordat de corporație nu permit folosirea aceluiași resurse pentru mai multe activități. Deoarece seturile de afaceri ale companiei nu împărtășesc aceeași logică, managementul corporațiilor cu afacere neînrudită poate face față mult mai greu presiunilor concurențiale exercitate simultan în mai multe din domeniile de activitate. În ansamblu, aceste dezavantaje competitive ar putea chiar să anuleze în unele cazuri beneficiile de reducere a riscului obținute prin diversificare.

Corporațiile care preferă celelalte strategii de diversificare (afacere dominantă legată, afacere înrudită legată și afacere dominantă verticală) prezintă și ele anumite vulnerabilități la fluctuațiile sectoriale și macro-economice. Activitățile abordate de companiile care au optat pentru diversificarea de tip legat prezintă între ele unele relații de tip sinergic, însă nu la fel de multe ca în cazul celor diversificate în manieră constrânsă. De asemenea, corporațiile cu activități integrate vertical, ca și cele cu afacere unică, sunt legate de incertitudinile unui singur mediu de afaceri și nu beneficiază de multe dintre opțiunile competitive aflate la dispoziția corporațiilor diversificate în manieră constrânsă. Totuși, aceste companii diversificate pe verticală exercită un anumit control asupra incertitudinilor existente la nivelul cererii și ofertei, precum și asupra costurilor de tranzacționare asociate fiecăreia dintre acestea. De aceea, în general, aceste companii vor prezenta niveluri ale riscului mai reduse decât cele ale companiilor cu afacere unică.

Una dintre constatările principale ale studiului este deci aceea că *efectul asupra riscului depinde într-o mare măsură de strategia de diversificare abordată, iar*

riscul, indiferent de modalitatea în care este măsurat, pare a fi cel mai mult diminuat prin *abordarea unui nivel mediu de diversificare*, cum ar fi acela al diversificării de tip constrâns. Implicația practică este evidentă: *o metodă eficientă pentru minimizarea riscului este ca o companie să-și diversifice afacerile în domenii similare*. Relația existentă între diversificarea corporativă și riscul asociat câștigurilor acțiunilor corporației este mai degrabă una non-lineară (curbilinie) decât una lineară, ceea ce sugerează existența unui nivel optim al diversificării corporative. Astfel, companiile cu afaceri neînrudite au fost asociate în mod sistematic cu niveluri înalte ale riscului, *sugerând că diversificarea realizată cu scopul de a diminua riscul ar putea în realitate să aibă un rezultat opus celui vizat*. Rezultatele referitoare la riscul nesistematic sunt în concordanță cu această observație întrucât, toate celelalte variabile păstrându-se constante, firmele cu afaceri neînrudite ar fi trebuit să prezinte cele mai mici valori ale riscului nesistematic deoarece combină activități ale căror fluxuri de numerar rezultate sunt, prin definiție, slab corelate. *Totuși, firmele de acest tip analizate au prezentat niveluri înalte ale riscului nesistematic, în ciuda unui efect de portofoliu pozitiv, sugerat de rezultatele vizând riscul sistematic*. Acestea sugerează că societățile pot obține o diminuare a riscului pe care acționarii nu o pot obține ei înșiși. Această reducere a riscului sistematic este în măsură să ducă la creșterea performanțelor viitoare ale companiei deoarece implică un cost mai redus al capitalului. Rezultatele studiului celor doi autori sunt deci contrare opiniei generale bazate pe teoria portofoliului conform căreia riscul sistematic, sau riscul economic general, este

nediversificabil: *riscul sistematic are o componentă diversificabilă*. Firmele care se diversifică într-o manieră constrânsă par să realizeze sinergii ce nu pot fi obținute prin alte tipuri de diversificare, iar aceste efecte sinergice contribuie la protejarea companiei de incertitudinile existente la nivel macroeconomic. Trebuie menționat că Lubatkin și Chatterjee (1994) nu pun la îndoială validitatea teoriei moderne a portofoliului în modalitatea în care acesta a fost concepută de Harry Markowitz, subliniind că ideile acestora erau în primul rând destinate managerilor de titluri financiare, și nu celor ai companiilor. *Spre deosebire de managerii portofoliilor de titluri financiare, managerii corporațiilor pot influența direct poziția competitivă a acestora în domeniul lor de activitate, și în acest fel să influențeze nivelul de risc al companiei*. După cum am arătat anterior, în timp ce teoria modernă a portofoliului pleacă de la premisa unui management pasiv, în cazul căruia fluxurile de numerar pot fi combinate dar nu și influențate, teoria diversificării corporative presupune o intervenție activă a managementului. Poate cel mai interesant rezultat al studiului celor doi cercetători este acela că relația existentă între diversificare și riscul nesistematic este paralelă relației cu riscul sistematic, ceea ce nu este surprinzător dacă se au în vedere observațiile făcute în articolul respectiv, referitoare la legătura intrinsecă existentă între cele două componente ale riscului. Rezultatele privind ciclurile economice sugerează că societățile diversificate într-o manieră de tip constrâns fac mai ușor față acestor fluctuații ale pieței.

Nevoia de capital la un cost redus este mai mare într-o economie aflată în faza de expansiune decât într-una confruntată

cu o tendință de declin datorită existenței, în primul caz, a mai multor oportunități de investire atractive. Riscul sistematic redus și capitalul la un cost scăzut permit corporațiilor diversificate în manieră constrânsă să justifice mai multe proiecte în comparație cu celelalte companii. Mai mult, pe o piață în expansiune amenințarea falimentelor este mai îndepărtată, ceea ce oferă mai multă siguranță acționarilor, aflați la adăpostul oferit de prețurile ridicate ale acțiunilor. Astfel, companiile diversificate într-o manieră constrânsă pot în general să abordeze într-un mod mai agresiv oportunitățile de investiții ce li se oferă în aceste perioade de boom economic și să minimizeze riscurile adiacente perioadelor de declin economic care afectează deopotrivă toți acționarii. Pentru a rezuma, *deși mulți manageri cred încă în aceea că diversificarea aduce beneficii prin aceea că diminuează riscul asociat fluxurilor de numerar sau reduce dependența de un singur produs, o singură piață ori tehnologie, lucrarea adusă în discuție argumentează că diversificarea efectuată numai în acest scop poate în fapt să sporească riscul corporativ; de aceea managerii trebuie să-și îndrepte atenția mai degrabă către constituirea unor avantaje competitive pe fiecare piață pe care își desfășoară activitatea, apelând la o strategie de diversificare de tip constrâns* (fie ea cu afacere dominantă sau înrudită).

Au existat și alți cercetători care au semnalat în studii teoretice și empirice o relație curbilinie similară între diversificarea corporativă și performanță [Hoskisson și Hitt (1990); Markides (1992)]. Până în prezent, însă, autorii studiilor care au analizat relația existentă între diversificare și risc au ajuns la un set ambiguu de rezultate. Unele studii au găsit dovezi

în sprijinul extinderii teoriei portofoliului în domeniul diversificării corporative [Amit și Livnat (1988); Michael și Shaked (1984)], iar altele au susținut prin rezultatele lor teoria diversificării corporative [Bettis și Mahajan (1985); Christensen și Montgomery (1981); Lubatkin și Chatterjee (1991)]. Au existat chiar și cercetători care au susținut că nu există o relație directă între diversificare și risc [Bettis și Hall (1982); Chang și Thomas (1989)]. Totuși, este dificil să tragem o concluzie plecând de la rezultatele acestor studii deoarece conceptul riscului a fost definit într-o manieră neconsistentă, și o parte din cercetători ar putea să fi plecat de la o premisă eronată, asumând faptul că relația acestuia cu diversificarea este de tip linear mai degrabă decât nonlinear. De asemenea, studiile anterioare au testat relația risc – diversificare în cadre de timp distincte, iar recent a fost semnalat și faptul că această relație nu este neapărat invariabilă în timp [Lubatkin și Chatterjee (1991); Lubatkin și O'Neill (1987); Ramanujam și Varadarajan (1989)]. Mai degrabă, o parte din factorii de mediu, cum ar fi ciclicitățile economice, ar putea influența relația risc – diversificare. O discuție mai amplă referitoare la rezultatele acestor studii va fi prezentată însă în următoarea secțiune a acestui capitol.

### **3. Diminuarea riscului în corporația transnațională prin intermediul diversificării sectoriale – o serie de argumente teoretice și empirice**

Numeroși cercetători în domeniul politicii de afaceri au fost interesați, de-a lungul timpului, în *explorarea relației*

*existente între strategia de diversificare sectorială corporativă și riscul sistematic al unei corporații*. După cum am subliniat și în secțiunea precedentă, unul din motivele principale ale acestui interes a fost dorința de a înțelege efectele strategiei de diversificare asupra valori de piață a companiei. Întrucât valoarea de piață a unei companii este o funcție a câștigurilor sale financiare, dat fiind nivelul riscului său sistematic, cunoașterea naturii acestei relații este importantă pentru top managerii care consideră ca principal obiectiv maximizarea averii acționarilor. Dintr-un punct de vedere practic, atingerea unui preț optim al acțiunilor contribuie în același timp la descurajarea încercărilor de preluare ostilă, care pot avea drept rezultat distragerea managementului de la urmărirea obiectivelor cu adevărat importante pentru corporația în cauză și chiar întreruperea operațiunilor curente ale companiei. Rezultatele raportate în puținele studii publicate până în prezent *sugerează că nivelul riscului sistematic variază în funcție de tipul strategiei de diversificare corporativă sectorială pentru care s-a optat*. Ceea ce nu rezultă clar din aceste studii este cauza acestui fenomen. Riscul sistematic este rezultatul așteptărilor investitorilor în ceea ce privește riscul viitor asociat câștigului total al corporației comparativ cu cel al pieței privită în ansamblu. Astfel, se ridică întrebarea dacă există vreun efect direct, intrinsec al tipului de strategie de diversificare asupra percepțiilor investitorilor în privința riscului de piață, sau investitorii reacționează pur și simplu la contextul financiar al corporației pentru a evalua riscul sistematic, fără a ține seama de strategie [Barton (1988)].

Perspectiva financiară, care pune accentul pe maximizarea pe termen lung a

profitului, se regăsește și ea într-o serie de lucrări care abordează subiectul evaluării strategiilor alternative, inclusiv acelea de diversificare sectorială, din punctul de vedere al acționarilor. În acest caz, principalele puncte de interes sunt constituite de câștigul acțiunilor și de riscul asociat deținerii acestora. Sarcina managerului în această perspectivă este aceea de a oferi acționarului cel mai mare câștig pentru un anumit nivel al riscului. Relația între nivelul de îndatorare, corporațiile de tip conglomerat și coeficientul  $\beta$  a fost tratată în câteva din primele studii în acest domeniu. Într-o lucrare teoretică, Levy și Sarnat (1970) au argumentat că fuziunile de tip conglomerat pot avea drept rezultat importante economii din punct de vedere al costului capitalului, ceea ce poate aduce câștiguri economice importante companiilor care fuzionează. Studii empirice au arătat că nivelul de îndatorare tinde să crească în urma fuziunilor de tip conglomerat și că societățile astfel create au, în general, o pondere mai mare a datoriei în structura lor de capital, comparativ cu societățile care nu constituie un conglomerat [Weston și Masinghka (1971); Melicher și Rush (1974)]. Totuși, au existat și cercetători care au arătat că finanțarea prin datorie sporește riscul operațional intrinsec al companiei, măsurat printr-un coeficient  $\beta$  ipotetic al unei firme neîndatorate. Joehnk și Nielsen (1974) au arătat într-un studiu că activitatea de fuzionare de tip conglomerat are drept consecință creșterea riscului sistematic al companiei. Melicher și Rush (1974), de asemenea, au găsit niveluri ridicate ale riscului sistematic în cazul corporațiilor de tip conglomerat. Subrahmanyan și Thomadakis (1980) au avansat două noi argumente teoretice în legătură cu  $\beta$ . Definind gradele puterii de monopol

ca și grade ale elasticității cererii, autorii au arătat că o putere de monopol mai mare conduce la un coeficient  $\beta$  mai scăzut.

Plecând de la aceste lucrări, Montgomery și Singh (1984) au investigat relația existentă între strategia de diversificare corporativă sectorială și riscul sistematic, arătând că societățile care abordează strategia de tip afacere neînrudită (cu alte cuvinte corporațiile de tip conglomerat), pot avea un risc sistematic mai mare decât cel mediu datorită anumitor caracteristici astfel dobândite, cum ar fi nivelul ridicat al îndatorării sau puterea de piață redusă (așa cum este aceasta surprinsă printr-un indice ponderat al cotei de piață). Folosind analiza varianței, cei doi autori au confirmat rezultatele studiilor anterioare, indicând că societățile care au abordat o strategie de diversificare sectorială de tip neînrudit au un risc sistematic mai mare în comparație cu alte categorii de companii. Totuși, analiza lor exploratorie nu a putut determina dacă strategia de diversificare era corelată în mod semnificativ cu riscul sistematic atunci când erau controlate alte cauze recunoscute (îndatorarea, puterea de piață). Rezultatele empirice ale studiului sunt redată în *Tabelul 1*.

După cum se poate observa, au fost constatate diferențe semnificative ale coeficienților  $\beta$  în funcție de strategia de diversificare abordată de corporație. Coeficientul  $\beta$  mediu pentru categoria companiilor cu diversificare sectorială de tip portofoliu neînrudit, 1,32, este în mod semnificativ mai mare decât cel constat pentru orice altă categorie. Așa cum era de așteptat, coeficienții  $\beta$  pentru corporațiile cu afacere unică sau diversificate în manieră dominantă sau înrudită nu diferă semnificativ între ei.

**Tabelul 1:** Coeficientul  $\beta$  și strategia de diversificare corporativă sectorială

Strategia de diversificare sectorială	Număr companii	$\beta$ mediu	Varianța ( $\sigma^2$ )	Abaterrea standard ( $\sigma$ )
Afacere unică	13	1,0372	0,11742	0,34267
Afacere dominantă	11	1,0125	0,05045	0,22463
Afacere înrudită constrânsă	29	1,0717	0,03264	0,18067
Afacere înrudită legată	34	1,1079	0,03064	0,17506
Portofoliu neînrudit	11	1,3282	0,10668	0,32661

**Sursa:** Adaptat după Montgomery și Singh (1984, p.18).

Într-un alt studiu dedicat acestui subiect, Lubatkin și O'Neill (1987) au argumentat că diversificarea de tip afacere înrudită, datorită abilității sale de a genera un avantaj competitiv relativ, poate reduce riscul sistematic. De asemenea, cei doi cercetători au sugerat că diversificarea în domeniul de activitate neînrudite contribuie într-o foarte mică măsură la obținerea unui avantaj competitiv și ca urmare poate duce la creșterea riscului sistematic. Pentru a testa această ipoteză, au fost cercetate 169 fuziuni realizate în decurs de 20 ani, în perioada 1954 – 1973. Rezultatele susțin o reducere semnificativă post-fuziune a riscului sistematic pentru corporațiile care au ales să se diversifice într-o manieră înrudită, însă, spre deosebire de studiul Montgomery și Singh (1984), nu s-au găsit dovezi ale unui risc sistematic mai ridicat în cazul achizițiilor unor companii cu afacere neînrudită. Totuși, Lubatkin și O'Neill nu au avut în vedere în cercetarea lor și alte surse posibile ale riscului sistematic, ceea ce a împiedicat identificarea cauzelor stând la baza diferențelor constatate în riscul sistematic al companiilor în funcție de strategia de diversificare corporativă sectorială utilizată.

Barton (1988) sugerează că strategia de diversificare a unei corporații poate oferi investitorului anumite informații despre riscul său de piață viitor, pe lângă cele oferite de condițiile specifice de piață și datele financiare ale companiei. Spre exemplu, un posibil motiv al nivelului ridicat al riscului sistematic asociat diversificării de tip neînrudit ar putea fi dezamăgirea investitorilor privind viitorul potențial al corporațiilor de tip conglomerat. Dacă în anii '60, acestea au avut un ritm de creștere mult mai rapid decât al altor corporații și au adus câștiguri însemnate investitorilor prin acțiunile lor, în perioada avută în vedere de studiul lui Barton (1970 – 1974), această rata de creștere a scăzut foarte mult.

Dintr-un punct de vedere practic, rezultatele studiului implică faptul că investitorii ar putea evalua anumite strategii ca fiind mai valoroase decât altele și ar putea considera anumite caracteristici financiare ca fiind mai importante decât altele în estimarea riscului de piață, în funcție de strategia adoptată. Barton recomandă însă extinderea viitoare a studiului, înainte de a oferi recomandări managerilor corporațiilor pe baza rezultatelor acestuia.

#### **4. Diminuarea riscului în corporația transnațională prin intermediul diversificării globale – o serie de argumente teoretice și empirice**

Numeroase lucrări elaborate anterior în domeniu sugerează că societățile transnaționale ar avea posibilitatea să-și diminueze riscul sistematic datorită beneficiilor diversificării, întrucât acestea dețin fluxuri de numerar în diferite țări. În studierea corporațiilor transnaționale, cercetarea anterioară s-a concentrat pe studierea câștigurilor acționarilor unei CTN, comparându-le cu cele obținute de acționarii unei societăți similare naționale (acționând pe piața unei singure țări). De asemenea, anumiți cercetători și-au îndreptat atenția asupra beneficiului diversificării pe care Shapiro (1978) și alți autori l-au atribuit corporațiilor transnaționale având fluxuri de numerar în țări ale căror piețe nu sunt perfect corelate. Această perspectivă este similară argumentelor aduse de teoria modernă a portofoliului, care sugerează includerea acțiunilor unor companii străine în portofoliul bine diversificat al unui investitor. Teoria diversificării corporative a avansat afirmația că societățile transnaționale au niveluri ale riscului sistematic mai reduse comparativ cu societățile naționale similare. Această idee a fost apoi extinsă, implicând faptul că aceste corporații ar întâmpina costuri așteptate mai reduse ale falimentului, și ca urmare ar avea o capacitate mai mare de a contracta împrumuturi [vezi, spre exemplu, Shaked (1985)]. O mare parte a literaturii a susținut deci ideea că expansiunea internațională are ca urmare reducerea riscului sistematic prin beneficiile datorate abordării unei strategii de diversificare globală. Acest rezul-

tat, spun unii autori [Reeb, Kwok și Baek (1998)], nu este în concordanță cu practica multor companii de a utiliza în evaluarea proiectelor lor internaționale a unor rate de actualizare mai ridicate. Argumentul este însă respins de alte lucrări, în care se subliniază faptul că, în ciuda realizării unor proiecte de investiții străine mai riscante decât proiectele realizate în țara de origine, beneficiile diversificării globale continuă să apară la nivel de portofoliu corporativ, prin alcătuirea unui set de proiecte având câștigurile slab corelate.

Au existat destul de puține lucrări care să aducă evidențe empirice în ceea ce privește legătura dintre diversificarea corporativă globală a corporațiilor transnaționale și reducerea riscului acestora. Hughes, Logue și Sweeney (1975) au investigat dacă piața atribuie diferite grade de risc corporațiilor transnaționale în comparație cu alte companii similare acționând la nivel național. Comparând riscul a 46 de corporații transnaționale cu cel al 100 de societăți naționale similare pentru perioada 1970 – 1973, cei trei autori au observat că primele prezentau niveluri mai reduse atât ale riscului sistematic ( $\beta$ ), cât și al celui nesistematic. În consecință, corporațiile transnaționale prezentau un risc total mai scăzut (măsurat ca abaterea standard a indicatorului ROE). Astfel, concluzia studiului era aceea că investitorii percep corporațiile transnaționale ca aducând beneficii de diversificare substanțiale. Doi ani mai târziu, Agmon și Lessard (1977) au publicat un studiu care viza recunoașterea de către investitori a beneficiilor de diversificare oferite de acțiunile corporațiilor transnaționale. După ce au ordonat 217 companii americane în funcție de gradul acestora de internaționalizare a activităților, le-au



grupat astfel încât să diminueze influența celorlalte diferențe existente între ele, pe lângă gradul de internaționalizare. Concluzia studiului a fost că piața recunoaște natura diversificării geografice a corporațiilor transnaționale cu originea în Statele Unite ale Americii, precum și gradul lor de implicare internațională. Shaked (1985) a abordat o altă componentă a problemei, comparând probabilitatea de eșec în afaceri a unui eșantion de corporații transnaționale cu aceea a unui grup de control alcătuit din corporații acționând pe o singură piață națională. Concluziile studiului pot fi descrise, pe scurt, astfel:

- probabilitatea de a ajunge într-o situație de insolabilitate a unei companii naționale este mult mai mare decât a aceea a unei corporații transnaționale;
- corporațiile transnaționale sunt în mod semnificativ mai capitalizate decât cele naționale;
- riscul sistematic ( $\beta$ ) mediu al corporațiilor transnaționale este în mod semnificativ mai redus decât acela al corporațiilor naționale;
- valoarea medie a indicatorului ROA pentru cele două grupe de companii nu prezintă deosebiri semnificative;
- dimensiunea substanțial mai mare a corporațiilor transnaționale față de cele naționale nu este semnificativă în explicarea diferenței constatate între ratele acestora de insolabilitate;
- rezultatele prezintă o sensibilitate moderată la schimbările în gradul de îndatorare financiară și la variabilitatea activelor. Totuși, ele prezintă o sensibilitate ridicată la schimbările în frecvența cu care se realizează auditarea companiei;
- probabilitatea medie de insolabilitate a unei corporații naționale este mai sensibilă la schimbările în valoarea pa-

rametrilor decât cea a unei corporații transnaționale.

Rezultatele studiului referitoare la frecvența distribuției coeficienților  $\beta$  sunt prezentate în *Tabelul 2*. Acestea sunt cât se poate de sugestive: în timp ce numai 9% din corporațiile naționale au  $\beta$  mai mic decât 0,90, procentul corporațiilor transnaționale care intră în această categorie este de 51%. Mai mult, valoarea medie a coeficientului  $\beta$  pentru cele două eșantioane diferă destul de mult la un nivel de semnificație de 1%.

Nivelul mai mic al riscului sistematic înregistrat în cazul corporațiilor transnaționale este în concordanță cu concluziile studiilor Hughes, Logue și Sweeney (1975), Rugman (1977) și Agmon și Lessard (1977). Fatemi (1984) menționează, de asemenea, că riscul sistematic este cu atât mai mic cu cât gradul de internaționalizare a unei corporații este mai mare, în urma examinării câștigurilor și nivelurilor de risc sistematic asociate unui număr de 84 corporații transnaționale și 52 de corporații uninaționale acționând în același domeniu de activitate, în perioada 1971 – 1980.

În urmă cu un deceniu, Chambliss, Madura și Wright (1994) au găsit evidențe empirice conform cărora corporațiile transnaționale americane sunt cu atât mai puțin sensibile la fluctuațiile pieței de capital a Statelor Unite cu cât își extind mai mult activitățile în Europa.

Într-un studiu mai recent, Joliet și Hübner (2003) abordează problema dintr-o perspectivă originală, oprindu-se asupra relației existente între gradul de diversificare globală al corporațiilor transnaționale și riscul sistematic al acestora. Ei au folosit pentru prima oară în acest context conceptul “distanței psihice”, de altfel întâlnit frecvent în literatura afacerilor

**Tabelul 2:** Riscul sistematic ( $\beta$ )

Intervalul	Distribuția frecvențelor	
	Corporații transnaționale	Corporații naționale
0,00 – 0,60	0,103	-
0,61 – 0,90	0,414	0,093
0,91 – 1,20	0,310	0,419
1,21 – 1,50	0,103	0,326
1,51 – 1,80	0,069	0,093
1,81 – 2,10	-	0,069
$\beta$ mediu	1,000	1,000
	0,954	1,253
t statistic (semnificativ)		-4,70 (0,000)

**Sursa:** Shaked (1986, p.96).

internaționale. Distanța psihică poate fi definită ca distanța percepută între țara de origine și o țară străină, rezultând atât din diferențele culturale, cât și din cele economice și politice. Plecând de la acest concept, autorii au construit un nou indice internațional, mai eficient decât metodele de măsurare tradiționale (cum ar fi procentul vânzărilor în străinătate), pentru populații omogene de corporații transnaționale. În lucrarea lor ei au arătat că societățile care acționează în același domeniu de activitate își vor diminua în general riscul extinzându-și operațiunile către piețe aflate la o mai mare distanță psihică și într-o fază economică diferită față de cea din țara de origine. Sunt menționate și excepții, întrucât expunerea internațională nu a părut să fie influențată de gradul de internaționalizare al companiilor acționând în cadrul unor sectoare eterogene. În mod interesant, au observat că riscul tinde să crească în cazul corporațiilor din sectoarele industriale unde gradul de diferențiere al produselor este scăzut și barie-

rele de penetrare a pieței sunt reduse.

Deși principalul corp de literatură din acest domeniu susține faptul că societățile transnaționale beneficiază prin reducerea nivelului riscului sistematic de pe urma diversificării corporative globale, la fel ca în cazul altor domenii, și în ceea ce privește acest subiect, studiile cercetătorilor se dovedesc a fi controversate. Astfel, au existat și autori care au susținut în articolele lor că societățile transnaționale și-ar putea mări riscul sistematic datorită unei creșteri a abaterilor standard ale fluxurilor de numerar provenind din internaționalizare, care depășește efectele corelațiilor mai reduse asociate diversificării. Este susținută astfel o relație semnificativ pozitivă între nivelul riscului sistematic și gradul de diversificare globală.

Reeb, Kwok și Baek (1998) aduc dovezi teoretice și empirice în sprijinul afirmației conform căreia diversificarea corporativă globală poate avea ca urmare o creștere a nivelului de risc sistematic al corporațiilor transnaționale pe o piață

segmentată. Lucrarea celor trei cercetători nu contestă dezirabilitatea investițiilor internaționale sau a diversificării, ci susține că nu se poate pleca de la prezumția automată că beneficiile diversificării domină creșterile potențiale ale volatilității câștigurilor rezultând din expansiunea internațională. În consecință, este avut în vedere efectul net al gradului de internaționalizare asupra riscului sistematic al unei corporații. Înțelegerea riscului de piață al unei companii este importantă în evaluarea prețului acțiunilor, determinarea costului capitalului și mai ales în evaluarea proiectelor.

Așa cum lucrările menționate anterior subliniau că diversificarea globală poate avea drept urmare reducerea riscului sistematic prin faptul că investițiile pe piețele străine ar genera fluxuri de numerar mai puțin corelate cu câștigurile obținute de pe piața țării de origine, se poate afirma că internaționalizarea poate de asemenea să mărească expunerea companiei la alți factori economici cu efecte potențiale negative, și astfel să genereze o creștere în nivelul riscului. Faptul că există și efecte adverse ale diversificării internaționale este un fapt recunoscut. Aceste riscuri includ riscul valutar și riscul politic și vor fi discutate succint în continuare.

#### *Riscul valutar*

Expunerea mai ridicată la fluctuațiile cursului de schimb au în general drept consecință creșterea variației câștigurilor din străinătate în monedă națională. Madura (1992) indica faptul că, întrucât corporațiile transnaționale sunt mai afectate de variațiile cursului de schimb în comparație cu companiile naționale, ele ar putea avea fluxuri de numerar cu un risc asociat mai mare. Dacă operațiunile din străinătate ale unei corporații transna-

ționale sunt finanțate din fonduri în monedă națională, modificarea așteptărilor privind valoarea unei anumite monede străine vor avea un impact nenechivabil asupra valorii atribuite operațiunilor din străinătate ale corporației. În cazul în care paritatea puterii de cumpărare nu se verifică, acest fapt este în măsură să sporească riscul corporației, prin creșterea volatilității veniturilor. Dumas și Solnik (1991) au găsit dovezi în sprijinul afirmației că există un risc asociat cursurilor de schimb reale cu impact asupra ratei de actualizare. Autorii menționează că și în ipoteza existenței unor piețe financiare integrate, corporațiile transnaționale se vor confrunta în continuare cu riscul valutar dacă piețele bunurilor sunt piețe imperfecte.

#### *Riscul politic*

Nivelul riscului corporativ poate fi de asemenea influențat de factori de natură politică: naționalizarea proprietății la cererea guvernului țării gazdă, controlul remiterii fondurilor, diferențe existente la nivelul reglementărilor și practicilor culturale care afectează doar corporațiile transnaționale, nesiguranța crescută privind nivelul impozitelor.

#### *Costurile de agenție*

O altă problemă care poate conduce la creșterea riscului sistematic al corporațiilor transnaționale este potențiala scădere a capacității de a monitoriza personalul cu funcții de conducere din cadrul companiei. În special monitorizarea managerilor locali se dovedește adesea dificilă datorită constrângerilor geografice, diferențelor culturale, aspectelor legate de timp etc. Mai mult, imperfecțiunile pieței internaționale pot de asemenea să reducă abilitatea de a exercita controlul corporativ asupra managerilor internaționali. Pe

măsură ce monitorizarea operațiunilor din străinătate devine mai dificilă și mai puțin eficientă, riscul asociat fluxurilor de numerar anticipate a se obține din investițiile străine poate să crească.

#### *Asimetria informațiilor*

Un alt risc potențial cu care corporațiile transnaționale se pot confrunta este existența unei asimetrii a informațiilor. Astfel, competitorii locali ar putea avea acces la alte surse de informații și ar putea obține mai ușor datele necesare în desfășurarea activității lor. Această lipsă a cunoștințelor despre piețele străine este în măsură să sporească riscul suportat de corporațiile transnaționale datorită creșterii nesiguranței și a probabilității de a face o investiție nerentabilă.

#### *Alte evidențe indirecte*

Întrucât corporațiile utilizează rate de actualizare mai ridicate pentru evaluarea proiectelor internaționale, acest fapt sugerează că societățile care își extind activitatea în mediul internațional realizează proiecte mai riscante pentru a acoperi rata mai ridicată a câștigului acceptabil. Astfel, societățile transnaționale ar putea avea un risc sistematic mai mare comparativ cu cel al companiilor uninaționale similare.

### **5. Profilul optim risc-câștig: explicarea paradoxului lui Bowman prin efectele diversificării corporative internaționale**

Contrar aserțiunilor teoriei economice și financiare, conform căroră întotdeauna câștigurile mari au fost asociate și cu un nivel ridicat al riscului, Bowman (1980) a arătat că *societățile înregistrând câștiguri însemnate pot avea un risc scăzut*. Pentru

cercetătorii și practicienii domeniului managementului strategic, această descoperire a ridicat o întrebare extrem de importantă: Ce ipostază strategică trebuie să adopte o corporație pentru a obține acest profil al câștigurilor înalte asociate cu un risc redus? În speranța că se va putea oferi un răspuns la această întrebare, s-a dezvoltat un întreg corp de literatură care tratează subiectul profilului risc – câștig în cazul corporațiilor diversificate. Deschizători de drumuri în acest sens au fost Bettis și Hall (1982) și Bettis și Mahajan (1985). Cu toate că aceste studii au adăugat un plus de valoare literaturii de specialitate abordând subiectul managementului simultan al performanței risc – câștig a companiilor diversificate, ele nu au încercat să elaboreze o explicație teoretică rațională pentru a clarifica ceea ce este acum cunoscut drept “paradoxul lui Bowman”. Mai mult, rezultatele acestui efort de cercetare rămân neconcludente. Pentru a ilustra acest fapt, în timp ce anumite studii [de exemplu, Bettis și Mahajan (1985)] sugerează că societățile abordând anumite tipuri de diversificare pot să își mărească profiturile și, simultan, să își diminueze riscul, alte lucrări [de exemplu, Amit și Livnat (1988)] susțin că un compromis risc – câștig există indiferent de strategia de diversificare a corporației.

O lucrare care abordează subiectul dintr-o perspectivă complexă și originală este cea publicată în anul 1993 de Kim, Hwang și Burgers, care încearcă să ofere o mai bună înțelegere a paradoxului lui Bowman, oferind o explicație teoretică a fenomenului constatat de acesta în 1980. Pentru a realiza acest lucru, cei trei autori utilizează în studiul lor conceptul mai larg al diversificării, ținând seama atât de dimensiunea globală, cât și de dimensiuni-

nea sectorială a acesteia. De asemenea, ei au în vedere apartenența corporației la un anumit sector de activitate atunci când evaluează impactul diversificării asupra performanțelor, ținând cont de observațiile făcute de Chang și Thomas (1989) și Rumelt (1982).

Argumentul adus de studiul realizat de Kim, Hwang și Burgers (1993) este acela că *diversificarea globală a corporației poate oferi oportunitatea de sporire a câștigurilor simultan cu reducerea riscului*, oferind astfel o explicație a paradoxului lui Bowman. Literatura din domeniul managementului internațional recunoaște trei oportunități unice asociate participării unei corporații la piața globală; aceste oportunități sunt în măsură să conducă la o creștere a performanței. În primul rând, diversificarea corporativă globală oferă posibilitatea exploatarea economiilor de scară dincolo de potențialul diversificării sectoriale. În al doilea rând, diversitatea piețelor naționale expune corporația la stimuli multipli care oferă acesteia șansa de a-și lărgi orizontul cunoașterii și abilitatea de a dezvolta capacități mai diverse decât acelea aflate la îndemâna societăților pur naționale. Ca rezultat, diversificarea corporativă globală dă un impuls inovației și mărește probabilitatea ca societatea să prospere într-un mediu economic dinamic. În al treilea rând, fiecare țară are anumite înzestrări cu factori de producție care, în absența piețelor eficiente, conduc la diferențe semnificative între costurile acestor factori. Diversificarea corporativă globală permite corporației să beneficieze de avantaje de cost prin configurarea lanțului de valoare adăugată într-o asemenea manieră încât fiecare verigă să fie localizată în acea țară care permite obținerea celui mai avantajos preț. Astfel, diversificarea

corporativă globală poate oferi corporației acele oportunități unice pentru a-și crește câștigurile prin “împrăștierea” activităților în mai multe zone ale pieței globale, mai degrabă decât optarea pentru activități cu un risc mai mare.

În același timp, diversificarea corporativă globală înzestrează corporația cu trei opțiuni unice, care nu sunt la îndemâna companiilor pur naționale și despre care se poate afirma că pot reduce nivelul riscului corporativ. În primul rând, diversificarea globală a corporației oferă acesteia o multitudine de piețe naționale ca bază dinspre care poate contracara mișcările agresive ale competitorilor săi. Această opțiune reduce riscul ca societatea diversificată global să fie confruntată cu provocări agresive din partea societăților concurente. În al doilea rând, multitudinea piețelor naționale permite corporației să minimizeze efectul modificărilor nefavorabile ale ratelor dobânzii, nivelului salariilor sau ale prețurilor mărfurilor și materiilor prime într-o anumită țară prin opțiunea suplimentară de a relocaliza mai repede producția și zonele de procurare a resurselor către alte piețe naționale care oferă condiții mai avantajoase. În cele din urmă, diversificarea corporativă globală eliberează corporația de vulnerabilitatea sa în fața fluctuațiilor cererii și ofertei pe oricare din piețele naționale unde își desfășoară activitatea, atenuând șocurile și stabilizând fluxul de venituri al corporației. În ansamblu, localizarea activităților în mai multe zone ale pieței globale oferă corporației cea flexibilitate operațională care îi va sluji în reducerea fluctuațiilor veniturilor și profiturilor sale. În concluzie, toate aceste argumente sugerează că *oportunitățile și opțiunile unice obținute ca urmare a diversificării corporative globale pot să*

*genereze creșterea câștigurilor companiei și, în același timp, să reducă riscul acesteia.*

Într-un prim studiu care tratează natura legăturii între performanța risc – câștig și strategia de diversificare corporativă, Bettis și Hall (1982) au găsit o relație negativă risc – câștig în cazul corporațiilor diversificate în manieră înrudită legată, o relație pozitivă în cazul celor care au optat pentru diversificare sectorială de tip neînruit și nu au putut identifica o relație în cazul corporațiilor cu afacere înrudită constrânsă. Rezultatele lor sugerează că *natura profilului risc – câștig variază în funcție de strategia de diversificare sectorială adoptată.* Bettis și Mahajan (1985) au continuat tratarea subiectului prin aprofundarea cercetării lui Bettis și Hall (1982). Aceștia au arătat că, în timp ce prin diversificarea de tip neînruit este foarte dificilă obținerea unei performanțe risc – câștig favorabile, nici diversificarea sectorială în manieră neînruită nu constituie o garanție pentru o performanță ridicată risc – câștig. Totuși, au constatat că au existat corporații care au ales să se diversifice prin realizarea unor activități înrudite cu cea de bază, reușind astfel să își reducă riscul simultan cu mărirea câștigului. În lumina rolului important jucat de efectele sectorului de activitate căruia îi aparține corporația în relația diversificare/performanță risc – câștig, rol subliniat de Chang și Thomas (1989), se poate presupune în mod rezonabil că relația între strategia de diversificare corporativă și profilul risc – câștig constatată pentru corporațiile diversificate în studiile anterior menționate ar putea foarte bine să fie confundată cu efectele ramurii de activitate, de care nu s-a ținut cont în analiza realizată de acești cercetători. Un alt punct vulnerabil al acestor studii este

acela că au examinat numai dimensiunea sectorială a diversificării corporative. Totuși, și mai important este că *nu există nici o dovadă teoretică destul de convingătoare pentru a putea susține faptul că diversificarea sectorială, fie ea de tip înrudit sau neînruit, ar avea drept rezultat o relație negativă între riscul corporativ și câștig*, explicând astfel paradoxul lui Bowman.

Rezultatele empirice ale studiului lui Kim, Hwang și Burgers s-au dovedit coerente cu argumentele teoretice aduse de aceștia. Astfel, în urma analizei experiențelor de diversificare ale unui număr de 125 de corporații transnaționale în perioada 1982 – 1986 autorii au găsit că se poate obține o performanță risc – câștig favorabilă prin abordarea unei strategii de diversificare corporativă globală. În ceea ce privește dimensiunea sectorială a diversificării, a reieșit că atât în cazul strategiei de tip înrudit, cât și a celei de tip neînruit a existat un compromis risc – câștig. Totuși, rezultatele au indicat că, în ceea ce privește profilul risc – câștig, diversificarea corporațiilor cu afacere înrudită pare să fie mai eficientă atunci când este comparată cu cea a corporațiilor diversificate în manieră neînruită. O concluzie interesantă a studiului este aceea că, în timp ce la un nivel mai înalt al câștigurilor s-a observat o relație inversă risc – câștig, la un nivel mai scăzut al câștigului a fost preponderent constatată o relație pozitivă. Acest fapt pare să sugereze că *la un nivel mai redus al câștigului, profilul risc – câștig al corporației este influențat în mai mare măsură de opțiunea acesteia pentru strategiile de diversificare sectorială, în timp ce la un nivel mai ridicat al câștigului, profilul risc – câștig este într-o legătură mai strânsă cu diversificarea globală a corporației.*

## 6. Perpetuarea controverselor cercetătorilor: surse și consecințe posibile

După cum se poate observa parcurgând paragrafele anterioare, studiile elaborate în domeniu nu numai că ilustrează o multitudine de perspective asupra aceluiași aspect tematic, ci și oferă în final rezultate adesea contradictorii sau, în unele cazuri, chiar neconcludente. Acest fapt este recunoscut de către unii autori prin evidențierea limitelor lucrărilor realizate și prin îndemnul adresat celorlalți cercetători de a lua respectivele lucrări ca punct de pornire în realizarea unor studii care să completeze și să corecteze, atunci când este cazul, rezultatele obținute anterior.

Este important să evidențiem ce ar fi putut constitui sursa unor potențiale erori, inexactități și neconcordanțe în rezultatele studiilor avute în vedere. Astfel, Barton (1988) atrage atenția că relațiile investigate ar trebui studiate pentru *mai multe perioade de timp*, cu scopul de testa stabilitatea acestora. De asemenea, adesea se recomandă *utilizarea cercetării (analizei statistice) de tip longitudinal în locul celei care utilizează date de natură transversală* și care nu permite testarea relațiilor de tip cauză – efect, ci doar verificarea asociațiilor prevăzute a avea loc între variabile. În alte cazuri ni se atrage atenția în finalul studiului că unele atribute ale corporației nu figurează în analiză sau că nu s-a ținut cont de anumite variabile care ar fi trebuit să fie controlate, întrucât exista posibilitatea ca ele să influențeze rezultatele [vezi, spre exemplu, Kim, Hwang și Burgers (1993)]. În majoritatea cazurilor acestea sunt *omisiuni voite ale autorilor*, datorită faptului că datele necesare pentru completarea studiului nu erau disponibile pentru toate corpora-

țiile incluse în eșantion sau pentru întreaga perioadă care face obiectul studiului.

Ritmul lent al evoluției cercetărilor în acest domeniu se poate datora, pe de altă parte, și faptului că majoritatea autorilor, în redactarea studiilor lor, nu au încetat să se raporteze permanent la lucrările de referință în materie, beneficiind pe de o parte de experiența anterior acumulată, dar rămânând în același timp *prizonierii unei anumite viziuni și ai unor categorii prestabilite*. Pentru a exemplifica, ne putem referi la categoriile lui Rumelt (1974), de la care pleacă o multitudine de studii care investighează fenomenul diversificării corporative sectoriale și potențialele urmări ale diferitelor strategii de diversificare. Deși se poate afirma că, fără îndoială, aceste categorii au oferit o variabilă independentă extrem de utilă în studiul performanței și al riscului, trebuie subliniat faptul că și considerarea altor categorii ar putea oferi perspective originale și utile, dând astfel un impuls cercetării în domeniu.

Trebuie avută de asemenea în vedere și *multitudinea metodelor utilizate*, ceea ce face ca rezultatele studiilor să fie de cele mai multe ori dificil sau chiar imposibil de comparat. De altfel, numeroși cercetători au cuprins în demersul lor de investigare a anumitor fenomene sau variabile și elaborarea unor noi metode de măsurare a acestora, a unor indicatori originali care să surprindă cât mai bine esența fenomenelor studiate. Chiar *definierea inexactă a conceptelor utilizate sau percepțiile diferite asupra aceluiași concept* se pot număra printre cauzele care au condus la rezultatele contradictorii ale studiilor care abordează același subiect. Așa cum subliniam la începutul acestei lucrări, *sursele de date utilizate* joacă și ele un rol deosebit de important, calitatea

lor reflectându-se direct în gradul de acuratețe al rezultatelor obținute. *Conjunctura economică specifică unei anumite perioade* trebuie să fie de asemenea luată în considerare atunci când se compară rezultatele unor studii empirice, bazate pe analiza fenomenelor de-a lungul unor ani diferiți. Astfel, o concluzie care se verifică într-o anumită perioadă sau într-o anumită zonă geografică, poate să nu fie viabilă într-o altă dimensiune temporală, respectiv spațială, iar preluarea acestei concluzii ca punct de plecare într-o cercetare viitoare ar putea să conducă la rezultate eronate. În legătură cu acest aspect, nu trebuie neglijat faptul că, întrucât comunitatea științifică este dominată într-o proporție covârșitoare de cercetători care își desfășoară activitatea în Statele Unite ale Americii, majoritatea studiilor se referă la această zonă geografică. Acest lucru face ca o bună parte din re-

zultatele obținute să fie valabile doar în contextul inițial, nu și în condițiile în care sunt transpuse într-un univers economic și cultural mult diferit, cum ar fi cel european sau cel asiatic. Din păcate, până în prezent există extrem de puține lucrări care să investigheze acest aspect în domeniul diversificării internaționale a corporațiilor transnaționale. Totuși, evidențele empirice din domenii înrudite ale teoriei financiare par să susțină acest punct de vedere.

Existența în continuare a multor rezultate contradictorii în domeniu nu trebuie însă să ne îngrijoreze, întrucât este un fapt binecunoscut că această stare de fapt nu poate decât să ofere un impuls cercetărilor viitoare, al cărui scop este de a putea constitui baza unor recomandări adresate managerilor corporativi, în misiunea lor de a contribui la sporirea acțiunilor societăților transnaționale.

## Referințe bibliografice

- Agmon, Tamir și Lessard, D., *Investor Recognition of Corporate international Diversification*, 'Journal of Finance', septembrie 1977.
- Amit, R. și Livnat, J., *Diversification and the Risk-Return Trade-Off*, 'Academy of Management Journal', vol.31, 1988.
- Barton, Sidney L., „Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look”, *The Academy of Management Journal*, vol. 31, nr. 1, 1988.
- Bettis, R. A. și Hall, W. K., *Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return*, 'Academy of Management Journal', vol.25, 1982.
- Bettis, R. și Mahajan, V., *Risk/Return Performance of Diversified Firms*, 'Management Science', vol. 31, 1985.
- Bowman, E. H., *A Risk/Return Paradox for Strategic Management*, 'Sloan Management Review', 1980.
- Chambliss, K.; Madura, J. și Wright, F., *The Changing Risk Profile of U.S.-Based Multinational Corporations Exposed to European Community Markets*, 'The Journal of Financial Research', vol.17, nr.1, 1994.
- Chang, Y. și Thomas, H., *The Impact of Diversification Strategy on Risk-Return Performance*, 'Strategic Management Journal', vol.10, 1989.
- Christensen, H. K. și Montgomery, C. A., *Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure*, 'Strategic Management



- Journal', vol.2, 1981.
- Dumas, Bernard și Solnik, Bruno, *The World Price of Risk*, lucrare Groupe HEC, 1991.
- Fatemi, Ali M., *Shareholder Benefits From International Diversification*, 'Journal of Finance', vol.39, 1984.
- Hoskisson, R. și Hitt, M., *Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives*, 'Journal of Management', vol.16, 1990.
- Hughes, John; Logue, Dennis și Sweeney, Richard, *Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification*, 'Journal of Financial and Quantitative Analysis', vol.10, 1975.
- Joliet, Robert și Hübner, Georges, *Firm Internationalization and Systematic Risk: a multidimensional approach*, University of Liege, lucrare SSRN Electronic Library, 2003.
- Kim, Chan W.; Hwang, Peter și Burgers, Willem P., *Multinationals' Diversification and the Risk-Return Trade-Off*, 'Strategic Management Journal', vol.14, 1993.
- Lessard, D., *World, National and Industry Factors in Equity Returns*, 'Financial Analysts Journal', ianuarie 1976.
- Levy, Haim și Sarnat, M., *International diversification of Investment Portfolios*, 'American Economic Review', septembrie 1970.
- Lubatkin, M. și O'Neill, H., *Merger Strategies and Capital Market Risk*, 'Academy of Management Journal', vol.30, 1987.
- Lubatkin, Michael și Chatterjee, Sayan, *Extending Modern Portfolio Theory Into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?*, 'Academy of Management Journal', vol.37, nr.1, 1994.
- Madura, Jeff, 'International Financial Management', West Publishing Company, St.Paul, 1992, Ediția a treia
- Markides, C., *Consequences of Corporate Restructuring: Ex ante Evidence*, 'Academy of Management Journal', vol. 35, 1992.
- Markowitz, Harry, 'Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments', John Wiley and Sons, New York, 1959.
- Melicher, Ronald W. și Rush, David F., *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience*, 'Journal of Finance', mai 1974.
- Michel, A. și Shaked, M., *Does Business Diversification Affect Performance?*, 'Financial Management', vol.13, nr.4, 1984.
- Montgomery, Cynthia A. și Singh, Harbir, *Diversification Strategy and Systematic Risk*, 'Strategic management Journal', vol.5, 1984.
- Munteanu, Costea și Horobeț, Alexandra, 'Finanțe transnaționale: Decizia financiară în corporația modernă', Editura All Beck, București, 2003.
- Ramanujam, Vasudevan și Varadarajan, P., *Research on Corporate Diversification: A Synthesis*, 'Strategic Management Journal', vol.10, 1989.
- Reeb, David M.; Kwok, Chuck C. Y. și Baek, H. Young, *Systematic Risk of the Multinational Corporation*, 'Journal of International Business Studies', vol.29, nr.2, 1998.
- Rodriguez, Rita M. și Carter, Eugene E., 'International Financial Management', Pearson Higher Education, 1986.
- Rugman, Alan, *International Diversification by Financial and Direct Investment*, 'Journal of Economics and Business', toamna 1977,

- Rumelt, R. P., 'Strategy, Structure and Economic Performance', Harvard University Press, Cambridge, 1974,
- Shaked, I., *Measuring Prospective Probabilities of Insolvency: An Application to the Life Insurance Industry*, 'Journal of Risk and Insurance', martie 1985.
- Shaked, I., *Are Multinational Corporations Safer?*, 'Journal of International Business Studies', vol. 17, 1986.
- Shapiro, Alan C., 'Foundations of Multinational Financial Management', Allyn and Bacon, Boston, S.U.A., 1994, Ediția a II-a.
- Solnik, Bruno, *Why Not Diversify Internationally rather than Domestically?*, 'Financial Analysts Journal', iulie/ august 1974.
- Speidell și Sappenfield, *Global Diversification in a Shrinking World*, 'Journal of Portfolio Management', toamna 1992.
- Subrahmanyam, Marti G. și Thomadakis, Stavros B., *Systematic Risk and the Theory of the Firm*, 'The Quaterly Journal of Economics', mai 1980.
- Tobin, James, *Liquidity Preference as Behaviour Toward Risk*, 'Review of Economic Studies', februarie 1958.
- Treynor, J., *Market Value, Time and Risk*, 1961, manuscris nepublicat.
- Weston, J. Fred și Masinghka, Surendra K., *Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms*, 'Journal of Finance', septembrie 1971.
-