

Tipologia surselor de finanțare ale corporațiilor transnaționale. *O analiză empirică privind cazul României*

Ghenadie NALBA

Republica Moldova

Abstract

The current work refers to the types of financing sources and the afferent instruments used by the Transnational Corporations (TNC) to fulfil their financing needs. Therefore this work consists of two parts. The first part represents a literature review of the theoretical debates upon financing sources; meanwhile, the more important second part consists of an empirical study regarding the financing sources used by the TNC's Romanian branches. The empirical study is based on an exploring survey meant to identify potential trends and phenomena regarding the use of different financing sources by the TNC's Romanian branches.

Keywords: *financing sources, Transnational Corporations, empirical study, TNC's Romanian branches*

JEL classification: G32.

1. Prezentarea teoretică a tipologiei surselor de finanțare ale corporațiilor transnaționale

“Internaționalizarea crescândă a piețelor de capital și caracterul sofisticat sporit al companiilor fac ca procesul de căutare a capitalului să nu se mai oprească la ‘marginea apei’. Acest lucru este în mod deosebit adevărat pentru companiile transnaționale...” spune A. Shapiro în cartea ‘Multinational Financial Manage-

ment’. Lucru total adevărat, în societatea modernă în care multe corporații au veniturile mai mari decât bugetele multor state iar economia nu mai poate fi gândită în interiorul frontierelor unui stat. Acest lucru se referă în mod special la piețele de capital. În momentul în care piețele de capital naționale sunt prea mici pentru a onora solicitările și necesitățile unor giganți corporativi, aceștia din urmă sunt nevoiți să apeleze la surse internaționale de finanțare pentru a-și susține activitatea și creșterea.

Există numeroase lucrări care abordează aceste aspecte, dar ele sunt făcute pe surse de finanțare utilizate în marile puteri economice ale lumii, lăsând încă în umbră state cu o economie în dezvoltare sau recent stabilizată, din categoria cărora face parte și România. Plecând de la aceste premise, am considerat interesantă efectuarea unui studiu care, prin concluziile sale, să prefigureze o imagine a paletei de surse de finanțare la care apelează companiile transnaționale pentru a-și procura resursele financiare folosite pentru pătrunderea sau finanțarea activităților sale de pe piețele din România.

Astfel această lucrare are ca scop principal identificarea tuturor surselor de finanțare folosite de către companiile transnaționale ce desfășoară activități pe diferite piețe din România și efectuarea unei analize primare asupra surselor identificate.

Una dintre premisele de la care pornește această lucrare este aceea că economia românească și-a dobândit statutul de economie de piață funcțională și că piața românească de capital satisface criteriile minime de libertate necesare pentru buna circulație a resurselor financiare. În aceeași ordine de idei trebuie menționat și că o economie de piață funcțională și fiabilă se bazează într-o foarte mare măsură pe existența unei piețe moderne de capital, care folosește instrumente financiare moderne și este în pas cu piețele de capital ale statelor dezvoltate. Cu alte cuvinte, o a doua premisă de la care pornim în această lucrare este aceea că pe piața românească de capital sunt prezente și au acces nerestricționat cele mai moderne instrumente financiare utilizate pe piețele internaționale de capital. Când spunem că sunt prezente și au acces nerestricționat nu luăm în considerare gradul de utilizare

a acestora și nici eficiența utilizării lor, ci ne limităm la simplul fapt al utilizării surselor de finanțare identificate.

Literatura de specialitate, cum am menționat anterior, este bogată în lucrări ce cuprind dezbateri teoretice și numeroase studii empirice cu privire la decizia de finanțare, vizând tipologia surselor de finanțare. În această ordine de idei, trebuie să menționăm că în timp ce studiile empirice se concentrează mai mult asupra anumitor aspecte privind decizia de finanțare, cele mai bune sistematizări, clasificări și descrieri teoretice ale surselor de finanțare ce stau la dispoziția corporațiilor transnaționale și ale instrumentelor caracteristice acestora, sunt cuprinse în manuale. Acestea din urmă sunt lucrări teoretice, deși bazate pe rezultatele a numeroase cercetări empirice, dar care reușesc să sintetizeze și să concentreze respectivele rezultate, creând o imagine de ansamblu mult mai completă și mai accesibilă a informațiilor disponibile referitoare la domeniul finanțării corporațiilor transnaționale.

Trebuie să admitem și faptul că există numeroase manuale scrise de autori de notorietate ce încearcă diferite prezentări ale domeniului finanțării transnaționalelor, fiecare autor introducând elemente ale propriei viziuni asupra acestuia. Dintre aceștia trebuie să menționăm: Alan C. Shapiro ('Multinational Financial Management', 2003, Wiley, 7th edition), David K. Eitman, Arthur I. Stonehill și Michael H. Moffett ('Multinational Business Finance', 1999, Addison Wesley Publishing Company, 8th edition), Jeff Madura ('International Financial Management', 2000, South-Western College Publishing, 6th edition).

Dorim să menționăm faptul că nu încercăm o limitare a literaturii de referință

la lucrările acestor patru cercetători, ci considerăm esențială referirea la ele datorită faptului că sunt la momentul actual cele mai solicitate manuale ce abordează domeniul finanțării transnaționalelor.

1.1. Tipologia surselor de finanțare

Pentru a imprima prezentei lucrări un caracter structurat vom urma în mare măsură structura pe baza căreia sursele de finanțare ale corporațiilor transnaționale (CTN) sunt prezentate în cea mai mare parte a lucrărilor teoretice din literatura de specialitate. În această ordine de idei, o primă împărțire a surselor de finanțare ce stau la dispoziția corporațiilor transnaționale făcută de teoreticieni este în:

- surse interne ale corporației transnaționale;

- surse externe corporației transnaționale.

Sau dacă dorim să folosim exprimarea lui A. Shapiro atunci vom spune “fonduri generate în interiorul companiei” și „fonduri externe pe termen scurt și pe termen lung” [Shapiro, 2003, p.340].

1.1.1. Sursele interne de finanțare

Sursele interne de finanțare sunt cele generate în interiorul corporației transnaționale, fie de la societatea-mamă, fie de la alte filiale din cadrul corporației, fie chiar din interiorul filialei care se finanțează. Pentru o prezentare mai clară a clasificării surselor interne de finanțare a CTN vom folosi Figura 1 [Munteanu și Horobeț, 2003, p.695].

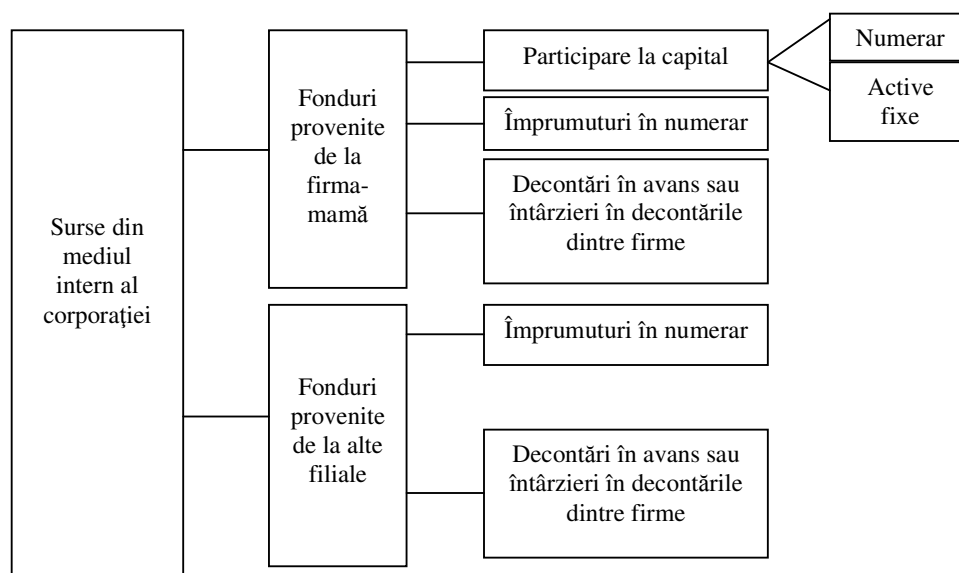


Figura 1: Surse interne de finanțare ale unei corporații transnaționalei

La acestea trebuie să mai adăugăm și sursele provenite din interiorul filialei care se finanțează, și anume profitul înregistrat de către filiala respectivă. Reinvestirea profitului este cea mai la îndemână sursă de finanțare pentru orice companie. Însă rareori aceasta poate satisface în totalitate nevoile de finanțare ale acestora. În plus, reinvestirea profitului are drept consecință directă diminuarea sumelor de bani distribuite ca dividende, ceea ce nemulțumește într-o mare măsură pe acționari.

Revenind asupra surselor interne de finanțare a CTN, este de menționat faptul că participarea societății-mamă la constituirea capitalului noii entități vizate de proiectul de investiții are o pondere majoritară în totalul surselor de finanțare a capitalului propriu al proiectului. Alt instrument al finanțării din surse proprii de finanțare sunt împrumuturile pe termen scurt contractate de la alte filiale din cadrul corporației transnaționale sau și de la societatea-mamă. “Transnaționala recurge la această formă de finanțare în cazul în care realizează economii de cost față de contractarea de credite bancare pe termen scurt.” (Munteanu și Horobeț, 2003, p.695).

1.1.2. Sursele externe de finanțare

Sursele externe de finanțare la care pot apela corporațiile transnaționale sunt mult mai multe, ele folosind instrumente mult mai variate. Și deși s-a înregistrat o creștere a importanței finanțării investiționale din surse interne ale CTN, finanțarea proiectelor de investiții străine directe (ISD) prin fonduri atrase din surse externe corporației rămâne totuși principala modalitate la care apelează operatorii globali.

Figura 2 (Munteanu și Horobeț, 2003, p.699) reprezintă structura pe care o vom urma în prezentarea surselor externe de finanțare ale corporațiilor transnaționale. Trebuie să observăm că termenul principal în jurul căruia gravitează restul elementelor este cel de ‘piață’. Fiecare piață reprezintă o sursă de finanțare iar elementele asociate ei reprezintă instrumentele folosite pentru mobilizarea resurselor financiare. Este de menționat și faptul că această abordare a surselor de finanțare, privite prin prisma termenului de ‘piață’, este cea mai frecvent întâlnită în literatura de specialitate. Și acesta este motivul pentru care și noi, în prezenta lucrare, am aplicat această optică pentru prezentarea surselor externe de finanțare ale CTN.

În cazul surselor externe de finanțare ale corporațiilor transnaționale se mai cere a fi făcută o împărțire, și anume cea în:

- surse externe de finanțare pentru capitalurile împrumutate;
- surse externe de finanțare pentru capitalurile proprii;

Iar ofertanții de resurse financiare se împart, la rândul lor, în funcție de acest criteriu, în *creditori și investitori*. Creditorii acordă împrumuturi iar investitorii cumpără titluri de valoare emise de corporația transnațională.

Pentru a facilita în continuare prezentarea surselor externe de finanțare ale CTN trebuie să facem referire la două concepte teoretic diferite dar care în mare parte operează cu aceleași tipuri de instrumente. Astfel, pe de o parte se află grupul de *piețe străine* (piața bancară externă, piața obligațiunilor străine, piața acțiunilor străine), iar de cealaltă parte este situată Europa și subdiviziunile ei (Europa bancară, piața eurotitlurilor de credit, piața euroobligațiunilor, piața euroacțiunilor). Cele două concepte sunt

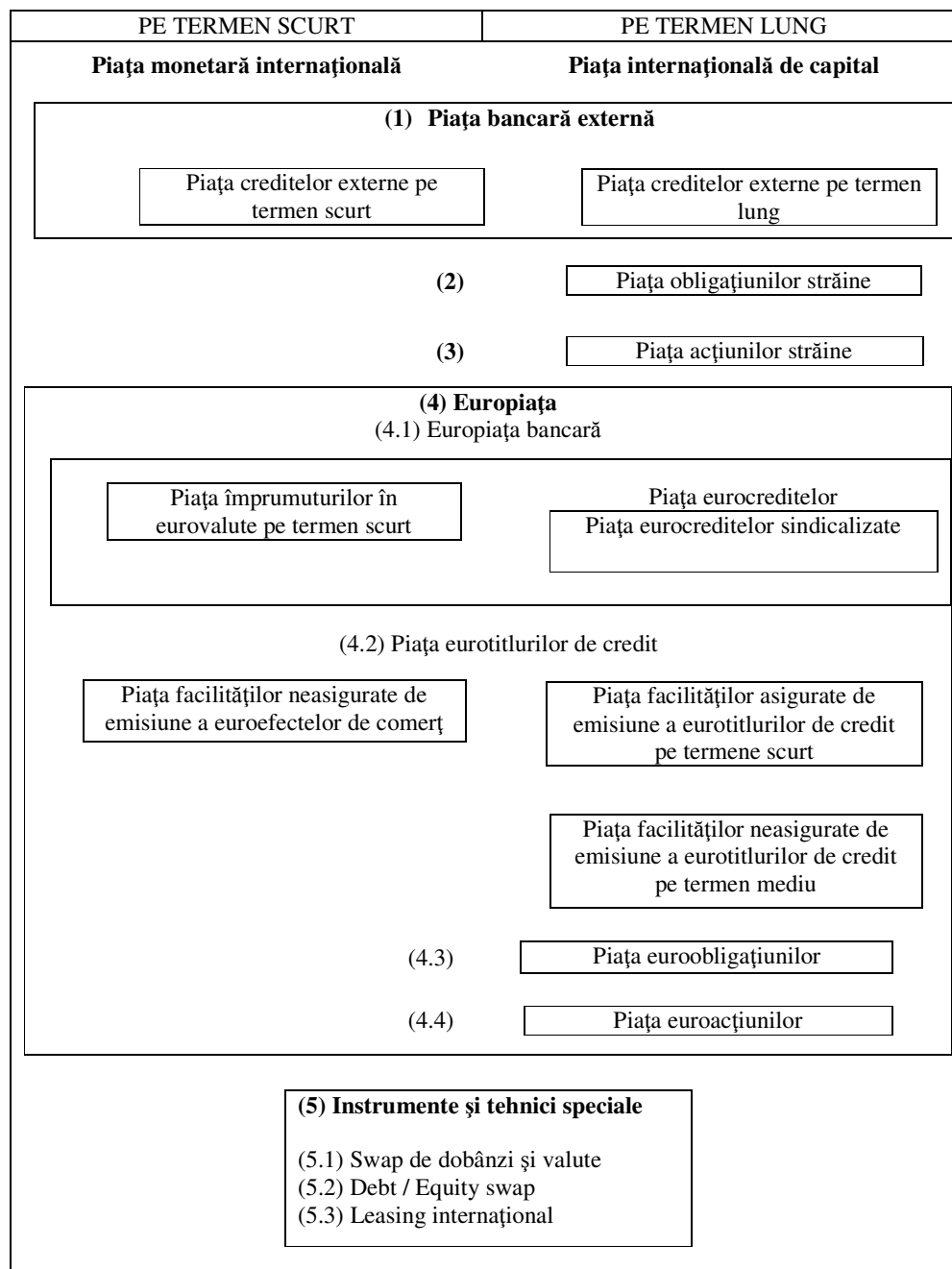


Figura 2: Surse externe de finanțare ale corporațiilor transnaționale

înrudite, separarea făcându-se odată cu apariția termenelor de *eurovalută* și, respectiv, *piața a eurovalutelor*. Shapiro definește *eurovaluta* ca fiind orice monedă liber convertibilă, depozitată într-o bancă situată în afara hotarelor țării de origine a monedei respective. În aceeași ordine de idei, *piața eurovalutelor* este constituită din acele bănci – numite eurobănci – care acceptă depozite și acordă împrumuturi în eurovalute (Shapiro, 2003, p.355).

Surse externe de finanțare pentru capitalurile împrumutate

Teoreticienii identifică următoarele surse de finanțare pentru capitalurile împrumutate la care pot apela corporațiile transnaționale: *piața bancară externă*, *piața obligațiunilor străine* și, din cadrul europiei, *europiața bancară*, *piața eurotitlurilor de credit*, *piața euroobligațiunilor*.

Piața bancară externă și europiața bancară

Piața bancară externă și europiața bancară trebuie abordate într-o oarecare măsură în paralel deoarece instrumentul folosit pentru mobilizarea resurselor financiare în ambele cazuri este creditul bancar. Ceea ce diferă sunt valutele în care sunt denominate creditele și, implicit, piața valutară de pe care acestea sunt contractate. Împrumuturile contractate de pe europiața bancară sunt denominate în eurovalute – termen definit anterior în prezenta lucrare.

Transnaționalele pot mobiliza de pe aceste piețe resurse financiare pe termen scurt (pentru perioade mai mici de un an) prin intermediul creditelor pe termen scurt, sau resurse financiare pe termen mediu și lung (pentru perioade mai mari de un an), prin intermediul creditelor pe

termen mediu și lung. Transnaționalele, astfel, pot contracta credite de la diferite bănci, în moneda țării gazdă a respectivelor bănci și aceasta ar însemna că au contractat credite de pe piața bancară externă, sau pot contracta credite denominate în eurovalute, și atunci ar însemna că au apelat la europiața bancară.

Piața eurocreditelor din cadrul europiei bancare are totuși unele caracteristici care o fac să fie preferată pieței creditelor externe. Eitman, Stonehill și Moffett sunt de părerea că factorul cheie care atrage atât pe cei care se împrumută cât și pe cei care fac depozite pe piața împrumuturilor în eurovalute este diferența mică dintre rata dobânzii pentru depozite și cea pentru credite. Această diferență fiind deseori mai mică de 1%. Explicațiile găsite de teoreticieni pentru acest fenomen se bazează pe unele caracteristici ale pieței eurovalutelor după cum urmează: ratele dobânzii pentru împrumuturi sunt mici deoarece piața eurovalutelor este o piață “*en gross*” pe care împrumuturile și depozitele se fac cu sume de \$500,000 și mai mult. Cei care se împrumută sunt de obicei corporații mari sau guvernele unor state care au o bonitate ridicată ce le permite obținerea de rate ale dobânzii mici. În plus, costurile fixe ale operațiunilor cu eurovalute sunt apreciate de către băncile participante a fi mici (Eitman ș.a, 1999, p.415-417).

Cercetătorii de asemenea au ajuns la concluzia că ratele dobânzii pentru depozite sunt mai mari decât pe piața bancară externă deoarece nu există restricții bancare de tipul cerințelor referitoare la rezerve, ceea ce micșorează costurile suportate de către bănci, care în aceste condiții își pot permite acordarea de dobânzi mai mari pentru depozite. Dobânzile sunt mari la depozite și datorită faptului că

“piața eurovalutelor necesită cantități mari de fonduri și băncile astfel încearcă să atragă resurse financiare pe această piață” [Shapiro, 2003, p.360].

Acestea fiind spuse, vom continua cu prezentarea principalelor tipuri de euro-credite menționate în literatura de specialitate. Acestea sunt:

- creditele *standby*;
- credite rotative (*Roll-Over credits*);
- creditele sindicalizate.

Creditele *standby* la rândul lor sunt împărțite în:

- linii de credit în eurovalute – o bancă se angajează să împrumute eurovalute până la limita de creditare și la o dobândă determinată de condițiile pieței din momentul contractării liniei de credit. Partea negativă este că banca poate să anuleze creditarea în orice moment, de aceea un astfel de credit este utilizat pentru pregătirea împrumutării în avans;
- angajamente *revolving* de creditare – o bancă se angajează să împrumute eurovalute pentru o perioadă de 3 sau 5 ani acceptând o serie secvențială de titluri de credit pe termen scurt. Există de asemenea și o taxă de 0,5% pe an pentru sumele nefolosite.

În cazul eurocreditelor sindicalizate o bancă numită bancă principală formează un sindicat cu alte bănci pentru a putea onora solicitarea de către o corporație a unui credit ce depășește capacitățile financiare ale acestei bănci. De asemenea, aceasta este și modalitatea prin care băncile încearcă să își micșoreze riscul împărțindu-l cu alte bănci. Astfel banca principală este aceea care negociază cu debitorul mărimea creditului, rata dobânzii, scadența și comisioanele de participare pentru toate băncile din cadrul sindicatului.

Deși majoritatea creditelor sunt acordate într-o singură valută, în prezent a început tot mai mult să fie aplicată *clauza multivalutară* care permite celui care se împrumută să schimbe valuta în care este denominat creditul la orice dată a derulării contractului. Opțiunea multivalutară oferă debitorului posibilitatea de a realiza o combinație optimă de valute în fluxurile sale de numerar.

Piața eurotitlurilor de credit

Piața eurotitlurilor de credit este definită de către teoreticieni ca fiind termenul colectiv folosit pentru descrierea instrumentelor de credit pe termen scurt și mediu atrase de pe piețele eurovalutelor. Piața eurotitlurilor de credit este considerată, în general, a fi o sursă de finanțare pe termen scurt și mediu (prin acele eurotitluri de credit pe termen mediu). De asemenea, specialiștii afirmă că, deși există o multitudine de produse financiare diferențiate, ele pot fi clasificate în:

- facilități subscrise (garantate);
- facilități nesubscrise (negarantate).

Facilitățile subscrise sunt folosite pentru vânzarea eurotitlurilor de credit sub diferite forme. *Facilitățile nesubscrise* sunt folosite pentru vânzarea și distribuirea euro-efectelor de comerț și a eurotitlurilor de credit pe termen mediu (*Euro-Medium Term Notes*).

În literatura de specialitate sunt menționate și descrise următoarele facilități pentru eurotitlurile de credit (facilități garantate):

- facilități de subscriere revolving/reînnoibile (*Revolving Underwriting Facilities – RUF*);
- facilități de emisiune a eurotitlurilor de credit (*Note Issuance Facilities – NIFs*);
- facilități pe termen scurt, sau facilități *standby* după unii, de emisiune a titlu-

rilor de credit (*Short Term* sau *Standby Note Issuance Facilities* – SNIF).

Aceste facilități de vânzare a titlurilor de angajament pe termen scurt, numite Eurotitluri de credit, sunt considerate de către teoreticieni a fi o dezvoltare majoră a piețelor de capital. Toate aceste facilități constituie angajamente pe termen mediu (de la 3 la 7 ani) asumate de băncile comerciale și de investiții de a subscrie și de a distribui Eurotitlurile de credit. Aceste din urmă sunt apreciate a fi o sursă de finanțare pe termen scurt mult mai ieftină decât creditele sindicalizate, deoarece eurotitlurile de credit sunt plasate direct la investitor iar forma de titlu de valoare subscris permite stabilirea rapidă a unei piețe secundare lichide. Unii cercetători, printre care și A. Shapiro, afirmă că facilitățile de emisiune a eurotitlurilor de credit sunt un substituent mult mai ieftin al creditelor sindicalizate ce permite celor care se împrumută să emită propriile eurotitluri de credit ce sunt apoi plasate sau distribuite de către instituțiile financiare care oferă aceste facilități.

Euroefectele de comerț reprezintă o variațiune a eurotitlurilor de credit ce ia forma unei obligații de plată pe termen scurt a unei corporații sau bănci. Acestea au în mod frecvent scadențe de 1, 2 sau 3 luni. Specialiștii afirmă că euroefectele de comerț au cunoscut o evoluție de la emisiuni subscrise (garantate) în totalitate până la mișcările recente spre emisiuni nesubscrise (negarantate).

Majoritatea teoreticienilor au aceeași viziune asupra eurotitlurilor de credit pe termen mediu afirmând că acestea reprezintă cea mai nouă categorie majoră de titluri de credit intrată pe piețele de împrumut ale lumii. Acestea reprezintă veriga de trecere de la euroefectele de comerț cu scadență mică la mai puțin flexibilele

obligațiuni internaționale ce au scadențele mari.

Caracteristicile de bază ale eurotitlurilor de credit pe termen mediu sunt similare cu cele ale obligațiunilor, având valoarea împrumutului, scadența și cuponul comparabile. În același timp specialiștii spun că acestea au și caracteristici distincte.

- Eurotitlurile de credit pe termen mediu reprezintă o facilitate care permite efectuarea de emisiuni continue pentru o anumită perioadă de timp (spre deosebire de emisiunile de obligațiuni în cazul cărora obligațiunile sunt de obicei vândute toate o dată).
- Plata cuponului se face conform unui calendar prestabilit, indiferent de data emisiunii titlurilor. Acest lucru se întâmplă datorită faptului că eurotitlurile de credit pe termen mediu sunt emise și vândute în mod continuu astfel apărând necesitatea facilitării managementului plăților serviciului datoriei.
- Eurotitlurile de credit pe termen mediu sunt emise pentru sume relativ mici, astfel făcând mult mai flexibilă atragerea resurselor financiare pe termen mediu prin această metodă.

Pe lângă toate aceste caracteristici, teoreticienii insistă foarte mult asupra flexibilității și costului de emisiune mic pe care le oferă Eurotitlurile de credit pe termen mediu în comparație cu cele ale emisiunilor de obligațiuni.

Piața internațională a obligațiunilor

Teoreticienii sunt de părerea că piața internațională a obligațiunilor conține multe instrumente inovative create de bănci de investiții cu imaginație bogată care nu sunt restricționate de măsurile de control și de reglementările ce domină piețele naționale de capital. Acest lucru, face ca piața internațională a obligațiuni-

lor să rivalizeze piața internațională a creditelor în termeni de cantitate și cost ale resurselor financiare oferite.

Astfel, în literatura de specialitate obligațiunile internaționale sunt clasificate în:

- euroobligațiuni;
- obligațiuni străine.

Obligațiunile străine reprezintă instrumentul de operare pe piața obligațiunilor străine iar euroobligațiunile sunt instrumentele de mobilizare a resurselor financiare de pe piața euroobligațiunilor din cadrul europieței. Totuși aceste două surse de finanțare ale corporațiilor internaționale nu pot fi abordate în subcapitole separate deoarece folosesc același tip de instrumente pentru mobilizarea resurselor financiare și, prin urmare au multe caracteristici comune.

Euroobligațiunile sunt subscrise de un sindicat internațional de bănci sau alte firme specializate în emisiunea de valori mobiliare și sunt vândute exclusiv în alte țări decât cele în a căror valută sunt denominate respectivele obligațiuni.

Obligațiunile străine, după Eitman, sunt cele subscrise de un sindicat format din membri dintr-o singură țară, vândute în aceeași țară și denominate în moneda aceleiași stat dar totuși având emitentul dintr-un stat străin.

O categorie de emisiuni de obligațiuni, caracteristice mai mult pieței de capital din SUA este reprezentată de *emisiunile de obligațiuni globale*. Acestea sunt definite ca fiind “oferte, de obicei denominate în USD, înregistrate în mai multe jurisdicții naționale și vândute investitorilor din lumea întreagă” [Shapiro, 2003, p.349].

O altă clasificare a obligațiunilor din literatura de specialitate este cea în funcție de cupon. Astfel acestea sunt împărțite în:

- *obligațiuni cu cupon fix* – acestea au

un cupon fix, plate cupoanelor făcându-se de obicei anual cu rambursarea totală a împrumutului la scadență;

- *obligațiuni cu cupon flexibil* – valoare cuponului este stabilită prin adăugare unui anumit procent la o dobândă de referință (Foarte mult timp a fost folosit LIBOR, dar în zilele de astăzi această rată interbancară și-a pierdut din importanță apelându-se din ce în ce mai mult și la alte rate de referință);
- *obligațiuni convertibile* – acestea au pe lângă toate caracteristicile unei obligațiuni și atributul de a putea fi convertite, până la scadență, în acțiuni ale debitorului, la un preț pe acțiune și la un raport de schimb prestabilite. Avantajul este că datorită acestei ultime calități debitorul poate obține plata unui cupon mai mic;
- *obligațiuni cu cupon zero* – acestea se caracterizează printr-un preț de emisiune mic în comparație cu prețul de răscumpărare la scadență, diferența dintre aceste prețuri reprezentând câștigul posesorului. Aceste obligațiuni permit valorificarea unuia dintre principalele avantaje ale pieței euroobligațiunilor, pe care le vom menționa mai târziu, și anume a faptului că ele sunt emise la purtător, oferind posesorului posibilitatea de a încasa dobânda în deplină anonimitate, evitând impozitele;
- *obligațiuni cu opțiune (cu warrant)* – acestea sunt obligațiuni simple la care sunt anexate certificate de opțiune. Certificatele de opțiune oferă posesorului dreptul de a cumpăra în decursul unei anumite perioade un anumit număr de obligațiuni sau acțiuni ale firmei emitente la un anumit preț. Certificatul de opțiune poate fi detașat, după detașare obligațiunea devenind una simplă iar certificatul putând fi

negociat separat.

Teoreticienii identifică câteva calități unice ale *pieței euroobligațiunilor*:

- absența interferențelor de reglementare – vânzările de euroobligațiuni nu sunt incluse în domeniul de reglementare al nici unui stat de pe mapamond;
- obligație de deschidere mai puțin stringentă – sunt solicitate mult mai puține informații din interiorul companiei pentru ca acestea să poată efectua emisiuni și tranzacții cu euroobligațiuni;
- statut de impozitare favorabil.

O categorie aparte de obligațiuni, care vine ca un răspuns la încercarea transnaționalelor de a diversifica riscul valutar, este reprezentată de obligațiunile “cocteil de monede” (*Currency Cocktail Bonds*). Acestea din urmă permit corporațiilor transnaționale să se finanțeze în mai multe monede simultan fără a emite diferite tipuri de obligațiuni. Cel mai bine cunoscut exemplu este dat de obligațiunile denominate în DST (Drepturi Speciale de Tragere).

Surse externe de finanțare pentru capitalul propriu

Finanțarea capitalului propriu din surse externe de finanțare este făcută de obicei de corporațiile transnaționale prin emisiuni de noi acțiuni. Dar emisiunile de noi acțiuni sunt doar instrumentele de mobilizare a resurselor financiare. În această ordine de idei, în literatura de specialitate sunt menționate două surse externe de finanțare a capitalului propriu:

- Piața acțiunilor străine;
- Piața euroacțiunilor din cadrul euro-pieței.

Problema cel mai intens abordată de către teoreticieni în literatura de speciali-

tate este cea a emisiunii de acțiuni noi pe piețele de capital din alte state. În acest sens, Eitman, Stonehill și Moffett (Eitman ș.a., 1999) fac referire la un studiu empiric pe 481 companii multinaționale efectuat de Saudagaran [1988, p.101-127] care a ajuns la concluzia că mărimea relativă a unei companii raportată la dimensiunea pieței de capital din țara de origine are o influență majoră asupra deciziei de a lista compania la bursele din străinătate. Cu cât este mai mare compania în comparație cu piața de capital din țara mamă, cu atât este mai probabil ca aceasta să fie listată în străinătate. Saudagaran a ajuns, de asemenea, la concluzia că această tendință este chiar mai pronunțată în cazul firmelor cu un grad de multinaționalizare relativ mare. Chiar și firmele domiciliare în țări cu piețe de capital mari s-ar putea să aibă nevoie de a emite acțiuni și de a se lista pe piețe străine pentru a-și finanța investițiile de capital masive. Este destul de ilustrativ exemplul companiei aeriene olandeze KLM, care în 1986 a vândut 7 milioane de acțiuni în Europa, 7 milioane în SUA și 1 milion în Japonia. Drept motiv, Shapiro citează un purtător de cuvânt al companiei din acel moment: “Piața națională este prea mică pentru o asemenea operație” (Shapiro, 2003, p.350). Teoreticienii mai fac referire și la alte considerente în favoarea listării companiilor pe mai multe piețe de capital simultan (*cross listing*). Printre acestea, putem menționa diversificarea riscului mobilizării resurselor financiare prin emisiuni de acțiuni, adică este diversificat riscul înregistrării de eșec în cazul emisiunii de acțiuni pe unele piețe. Un alt aspect accentuat în literatura de specialitate se referă la reclama pe care și-o face o companie în momentul listării pe o piață străină. A. Shapiro spunea

“Pentru o firmă care își dorește o prezență internațională, o ofertă internațională de acțiuni poate face cunoscut numele companiei respective pe piețele locale”. De asemenea el folosește ca exemplu un citat de Kathleen Doler: “Compania Apple a fost listată la bursa din Tokyo pentru a-și face cunoscut profilul în acele țări pentru a ne ajuta să vindem calculatoare. În Japonia, listând compania pe această piață prezentăm tot mai mult interes pentru presa de afaceri locală.” [Doler, 1994, p.A4].

Avantajele mobilizării de resurse financiare prin emisiuni de acțiuni pe piețele internaționale sunt reprezentate de faptul că o companie poate să-și micșoreze costurile capitalurilor și să-și crească lichiditatea prin vânzarea acțiunilor sale către investitori străini printr-o nouă emisiune de acțiuni sau prin revânzarea acțiunilor existente. Teoreticienii identifică trei modalități de a face acest lucru:

- vânzarea unei emisiuni de acțiuni direcționate investitorilor dintr-o anumită piață de capital;
- vânzarea unei emisiuni de euro-acțiuni investitorilor străini pe mai multe piețe simultan incluzând și piețele străine și cele interne;
- vânzarea de acțiuni către o firmă străină ca parte a unei alianțe strategice.

Totodată, Eitman separă tipul de emisiune direcționată de acțiuni în două categorii. Astfel, prima categorie, respectiv emisiunea de acțiuni direcționată propriu-zisă, se referă la scopul emisiunii de acțiuni. Eitman explică faptul că o emisiune de acțiuni direcționată poate fi motivată de necesitatea companiei emitente de a face rost de resurse financiare pentru a efectua achiziții sau investiții de mari proporții în țara țintă.

Cealaltă categorie este reprezentată de plasamentele private considerate de

Eitman ca subcategorie a emisiunilor de acțiuni direcționate. Acestea iau forma vânzării acțiunilor către un grup restrâns de cumpărători instituționali calificați. Investitorii sunt de obicei companii de asigurări și societăți de investiții.

Emisiunile de Euro-acțiuni.

După apariția pieței euroobligațiunilor au început să fie efectuate și euroemisiuni de acțiuni. Primele care au recurs la această formulă au fost corporațiile japoneze. Ulterior, euroacțiunile au devenit un instrument prioritar de mobilizare a capitalului de către transnaționale, care au găsit în acest mod o cale de a atrage numeroși acționari și de a învinge rezistența pe care o întâmpinau din partea autorităților guvernamentale în activitatea lor de implantare de proiecte în străinătate. În prezent, emisiunea de euroacțiuni constituie modalitatea preferată de finanțare a companiilor europene ale căror oferte sindicalizate de acțiuni sunt emise într-o singură tranșă spre deosebire de companiile americane care fac oferte sindicalizate duble de acțiuni, divizate în două tranșe, cea internă și cea externă.

În legătură cu mobilizarea de resurse financiare prin emisiuni internaționale de noi acțiuni vom prezenta un produs al pieței financiare americane care s-a răspândit și în restul lumii. Acesta este *certificatul reprezentativ pentru acțiuni ADR* (*American Depositary Receipts*) certificate negociabile emise de o bancă americană în SUA pentru a reprezenta acțiunile sau titlurile de participare care sunt păstrate la o bancă străină. Ele sunt vândute, înregistrate și transferate asemeni acțiunilor și titlurilor de participare. Pot fi de asemenea schimbate în acțiuni. Există două tipuri de ADR: *sponsorizate* (sau cu acordul emitentului) și *nesponsorizate* (sau

fără acordul emitentului). Cele sponsorizate sunt emise la solicitarea unei companii străine care dorește ca acțiunile sale să fie vândute în SUA. Dacă firma nu are intenția de a-și vinde acțiunile în SUA dar investitorii americani sunt interesați, atunci o companie americană specializată în valori mobiliare poate emite ADR-uri – ne-sponsorizate, cheltuielile fiind suportate de depozitar și de deținătorul de ADR.

În aceeași ordine de idei trebuie să discutăm și despre celălalt tip de certificat reprezentativ pentru acțiuni, și anume EDR (*European Depositary Receipts*). Mai recent, tendința poate fi aceea de a fi numite *Global Depositary Receipts* (GDR). Sunt valori mobiliare depuse la o bancă cu scopul efectuării unui plasament internațional urmat de cotarea la bursă a acestor titluri pe una din piețele europene sau neamericane. Procedeu a fost inițiat de băncile de investiții din SUA care au vândut pe europiețe acțiuni ale firmelor japoneze. Ca structură a produsului, trebuie arătat că băncile comerciale au subscris titluri (acțiuni) japoneze emise în yen, creând ulterior certificate reprezentative ale acestor titluri, emise în dolari SUA și plasate în afara teritoriului SUA, pe piețele europene. Pentru investitorii interesați în acțiunile japoneze, avantajele produsului constau în evitarea riscului valutar al cursului de schimb dolar/yen, precum și evitarea regimului fiscal aplicabil investițiilor străine în Japonia.

Printre caracteristicile principale ale EDR putem numi:

- sunt certificate emise la purtător exprimate în dolari SUA și cotate la bursele europene (exemplu, Luxemburg și Londra);
- pot fi oricând convertite în acțiuni ordinare cotate pe piața de origine a emitentului;

- investitorul beneficiază de un rabat de 45% față de ultimul curs al acțiunilor;
- putând schimba simultan certificate în acțiuni pe piața de origine, investitorul poate beneficia imediat de câștigul obținut;
- chiar fără convertire, el poate beneficia de evoluția favorabilă a cursului de schimb între valuta de cotare a acțiunilor și cea de exprimare a certificatelor, precum și de creșterea cursului pe piața bursieră.

1.2. Tehnici speciale de finanțare

Corporațiile transnaționale mai pot utiliza pentru procurarea fondurilor necesare finanțării proiectelor lor de ISD și trei modalități speciale de finanțare:

- Swap de dobânzi și valute;
- Swap datorie externă – capital investițional (*Debt / Equity Swap*);
- Leasing internațional.

1.2.1. Swap de dobânzi și valute

În literatura de specialitate swap financiar este definit ca fiind “un schimb de obligații financiare între doi parteneri, fiecare dintre aceștia creându-și obligații financiare în valuta sau cu tipul de valută care nu erau preferate, dar constituiau cea mai ieftină alternativă. Această operațiune este utilizată pentru a realiza o finanțare complexă și inovativă, care reduce costul împrumutului și sporește controlul asupra riscului de evoluție a dobânzii și a riscului valutar.” (Munteanu și Horobeț, 2003, p.721). Swap de dobânzi și valute au permis firmelor de a explora piețe noi de capital fără a se expune unui risc mai mare (Madura, 2000, p.507).

În ceea ce privește *swap de dobânzi*, acestea sunt împărțite de către teoreticieni în două categorii:

- Swap de dobânzi propriu zis sau clasic (*plain vanilla swap*), ce reprezintă un acord între doi debitori de a schimba obligații financiare cu dobândă fixă pe altele cu dobândă variabilă. Această tranzacție implică, de regulă, schimbul obligațiilor de plată a dobânzii între un partener cu acces relativ ieftin la fonduri cu o dobândă fixă și un alt partener, cu bonitate mai redusă, care și-a asumat obligații de plată a dobânzii variabile.
- Swap de baze de calcul reprezintă un acord între doi parteneri în urma căruia cei doi schimbă obligații de plată a dobânzii variabile, calculate în funcție de dobânzi de referință diferite.

Swap de dobândă nu prevede și schimbul capitalurilor de împrumut. Dobânzile se calculează la un capital teoretic, numit capital convențional (*notional principal*).

“*Swap de valute* permit partenerilor de a schimba obligațiile financiare exprimate într-o anumită valută pe obligații financiare exprimate într-o altă valută.” [Munteanu și Horobeț, 2003, p.724]. Obiectivul swap de valute este de a înlocui fluxurile de numerar programate într-o valută nedorită în valuta preferată. Cu toate că structura swap de valute diferă de cea a swap de dobânzi în mai multe privințe, diferența principală este că în cazul swap de valute capitalul de împrumut este întotdeauna preschimbat la scadență la un curs de schimb prestabilit. Astfel, contractul swap se comportă ca un contract *forward* de schimb valutar cu termen lung de execuție, în care cursul de schimb la termen este înlocuit cu cursul de schimb la vedere.

În literatura de specialitate se mai menționează faptul că swap de valute sunt foarte des utilizate pentru a putea asigura finanțarea pe termen lung în monede străine. Această funcție a swap este deosebit de importantă deoarece, în unele țări, piețele de capital pe termen lung sau de schimb valutar la termen sunt aproape absente sau nedezvoltate. Swap este o tehnică care asigură lichiditatea acestor piețe.

“Swap permit partenerilor de tranzacție să se angajeze într-o formă de arbitraj de impozite, reglementări sau piețe financiare. Dacă piața internațională de capital ar fi fost complet integrată, tendința de angajare în swap ar fi fost redusă, deoarece ar fi existat mai puține oportunități de arbitraj.” [Munteanu și Horobeț, 2003, p.729].

1.2.2. Swap datorie externă – capital investițional

În deceniul 8, piața internațională de capital s-a dezvoltat în așa măsură încât a permis investitorilor de a cumpăra datoria externă a țărilor în curs de dezvoltare (ȚCD) în scopul dobândirii de capital sub formă de acțiuni sau fonduri în moneda națională a aceleiași țări.

Swap pot fi destul de complexe dar esența lor e de-a dreptul simplă. Pe parcursul mai multor ani, băncile comerciale regionale europene și americane tranzacționau creditele acordate celor mia îndatorate țări în curs de dezvoltare pe așa numita piață secundară – o rețea neformală, compusă din mai multe bănci, corporații transnaționale și unele bănci de investiții de pe Wall Street, care tranzacționau datoriile celor mai mari debitori prin telefon sau telex. Schimburile au crescut constant ca volum de la declanșarea crizei datoriei externe din 1982. Împrumuturile erau comercializate la un preț

mult sub valoarea lor nominală, reflectând astfel opinia pieței ca ele nu vor fi niciodată rambursate integral.

Un swap tipic datorie externă – capital investițional e prezintă astfel. O corporație transnațională care dorește să investească într-o țară în curs de dezvoltare debitoare, de exemplu în Chile, angajează un intermediar (de regulă, o bancă) pentru a cumpăra pe piața secundară împrumuturile acordate către Chile. Apoi compania, iarăși printr-un intermediar, prezintă împrumuturile exprimate în dolari la Banca Centrală a Chile, care le răscumpără cu pesos. Banca Centrală plătește mai puțin decât valoarea nominală, dar mai mult decât prețul pe piața secundară.

Acest tip de swap are și dezavantajele sale traduse de multe ori în creșterea inflației țărilor în curs de dezvoltare vizate. Acest lucru se întâmplă din cauza că, foarte frecvent, guvernele finanțează achizițiile de dolari pur și simplu prin tipărirea de noi bani. Ceea ce duce la creșterea masei monetare a țării respective și, implicit, la creșterea inflației.

1.2.3. Leasing internațional

Leasingul internațional este un alt instrument special de finanțare utilizat de corporațiile transnaționale. În practica internațională leasingul cunoaște două forme:

- leasing operațional;
- leasing financiar.

Leasingul operațional este echivalentul unei închirieri clasice, în cadrul căreia proprietatea și utilizarea activului sunt separate. Acordul de leasing operațional acoperă doar o parte din perioada normală de funcționare a activului, el putând fi periodic sau reînnoibil. Prin urmare, în

perioada de închiriere se acoperă doar o parte din prețul de export al produsului, închirierea făcându-se pe termen scurt. Asigurarea și reparațiile intră în sarcina societății de leasing.

Leasingul financiar “se extinde asupra celei mai mari părți a vieții economice a activului și este neanulabil.” [Munteanu și Horobeț, 2003, p.729]. Chiria plătită de client societății de leasing acoperă integral prețul de export al activului, inclusiv cheltuielile auxiliare și beneficiul operațiunii. Imposibilitatea de anulare a contractului de leasing financiar înseamnă că beneficiarul are obligația de a efectua toate plățile pentru închiriere specificate în contract, indiferent de perioadele de utilizare efectivă a activului. În consecință, proprietatea economică este a celui care primește leasingul (*lessee*). Natura contractuală a leasingului financiar îl face asemănător cu luarea unui împrumut și cumpărarea definitivă a activului. Asemănarea dintre leasingul financiar și finanțarea clasică prin împrumut nu se limitează la aceasta. Profitul celui care acordă leasingul (*lessor*) provine din chirie, care nu este altceva decât echivalentul dobânzii pentru împrumutul acordat. Prin urmare, leasingul financiar și contractarea de credite pot fi considerate tehnici alternative de finanțare.

Cele mai mari avantaje oferite de leasingul financiar sunt cele legate de natura fiscală a plăților pentru închiriere, de cine înregistrează amortizarea și cine beneficiază de amânările pentru investiții. În această ordine de idei, principalul avantaj fiscal al leasing-ului internațional apare atunci când este posibil de structurat un *double dipping* leasing. În acest caz reglementările diferite cu privire la natura fiscală a operațiunii din țările *lessor* și *lessee* permit ambilor parteneri să fie

considerați proprietari ai echipamentului închiriat. Astfel ambele părți au dreptul de a beneficia atât de o amortizare accelerată cât și de amânări fiscale. Acest avantaj pentru *lessor* poate fi transferat mai departe *lessee* sub forma chiriilor mai mici.

2. Anchetă privind tipologia surselor de finanțare folosite de CTN ce operează în România

Fiind prezentată în capitolele anterioare tipologia principalelor surse la care pot și în mod frecvent apelează societățile transnaționale pentru a-și finanța activitățile internaționale, ca și tehnicile speciale de finanțare, acest capitol va conține un studiu empiric care are ca scop observarea și emiterea de concluzii asupra unor fenomene legate de sursele de finanțare la care apelează societățile transnaționale ce activează pe teritoriul României.

2.1. Sondajul

Metoda folosită pentru efectuarea acestui studiu va fi sondajul statistic, iar instrumentul utilizat va fi un chestionar ce va avea ca respondenți-țintă filiale sau sedii centrale ale diferitor societăți transnaționale care activează pe teritoriul României.

Scopul sondajului

Scopul sondajului este de a evidenția principalele surse de finanțare la care apelează CTN implantate pe teritoriul României precum și identificarea unor fenomene ce implică aceste surse. Trebuie menționat faptul că în cazul acestui

studiu se pornește de la ideea că sondajul respectiv este un sondaj de explorare și că nu există destule informații de la care se poate porni pentru fundamentarea unor afirmații pertinente și reprezentative. Studiul prezent în sine are doar menirea de a reliefa anumite aspecte, caracteristici, tendințe în domeniul surselor de finanțare la care apelează CTN pe teritoriul României.

Obiectivele sondajului

Obiectivele sondajului pot fi prezentate, sintetic, astfel:

- identificarea tuturor surselor de finanțare folosite de către CTN în România;
- identificare celor mai frecvent utilizate surse de finanțare la care apelează CTN implantate în România;
- identificarea celor mai importante surse de finanțare din perspectiva CTN implantate în România;
- atitudinea CTN față de sursele de finanțare utilizate pentru activitățile din România;
- identificarea pieței (națională sau internațională) la care apelează cel mai frecvent CTN ce activează pe teritoriul României.

În final, atingerea acestor obiective se va traduce în obținerea și prelucrarea primară a informațiilor de bază necesare emiterii unei interpretări și a unor concluzii referitoare la “plaja” surselor de finanțare la care apelează CTN ce au filiale sau sedii centrale în România. Aș dori să menționez de asemenea că am ales respectivele obiective deoarece am considerat că acestea acoperă într-o proporție acceptabilă informația necesară elaborării unor concluzii care să formeze o imagine de ansamblu, deși sumară, dar destul de reprezentativă a obiectului cercetării al respectivului sondaj.

Obiectivul identificării tuturor surselor de finanțare folosite de CTN se va concentra în principal asupra tipurilor de surse de finanțare folosite de acestea. Acesta reprezintă obiectivul principal al prezentei lucrări. Cum am menționat și anterior, premisa de la care pornim este aceea că piața de capital din România este una modernă și că nu există restricții de ordin legislativ sau regulator care să împiedice pătrunderea și folosirea surselor și instrumentelor financiare caracteristice piețelor internaționale de capital.

Al doilea obiectiv – cel al identificării celor mai frecvent utilizate surse de finanțare la care apelează CTN implantate în România, este unul foarte important din punctul de vedere al identificării caracteristicilor modelului de finanțare aplicat de acestea pe teritoriul României. Atingerea acestui obiectiv nu presupune obligatoriu și obținerea unei reprezentativități, dată fiind dimensiunea redusă a acestui studiu, ne vom rezuma la simpla observare a unei tendințe.

Identificarea celor mai importante surse de finanțare din perspectiva CTN implantate în România este un alt obiectiv, atingerea căruia are mai mult menirea de a semnaliza o tendință în baza căreia se poate emite o ipoteză ce poate fi confirmată sau infirmată ulterior în urma unui studiu mai detaliat, pe un eșantion reprezentativ.

Atingerea obiectivului legat de identificarea atitudinii pe care o au CTN studiate față de diferitele surse de finanțare ne va permite să găsim unele explicații pentru anumite fenomene sau tendințe observate pe parcursul studiului. Cunoașterea atitudinii CTN față de sursele de finanțare propuse permite de asemenea stabilirea unor relații de cauzalitate între diferitele tendințe înregistrate.

Și nu în ultimul rând, un lucru interesant și important de cunoscut este cel referitor la piața de pe care CTN ce activează pe teritoriul României își mobilizează resursele financiare de care au nevoie. În acest sens am separat conceptual piața națională de capital de cea internațională și ne-am propus obiectivul aprecierii care dintre acestea este mai des solicitată de către corporațiile transnaționale de pe teritoriul României pentru finanțarea activităților lor din România.

Fiind explicate pe scurt principalele obiective ale prezentului sondaj, pasul următor este identificarea variabilelor vizate de noi în studiul respectiv. Astfel, pentru primul obiectiv am selectat următoarele variabile:

- tipuri de surse de finanțare în funcție de orizontul de timp;
- tipuri de surse de finanțare în funcție de instrumentul folosit;
- practici de finanțare.

2.2. Definirea conceptuală și operațională a variabilelor

Denumirea variabilei: tipurile de surse de finanțare în funcție de orizontul de timp.

Definirea conceptuală: definirea sursei de finanțare în funcție de orizontul de timp.

Definirea operațională:

- Surse de finanțare pe termen scurt;
- Surse de finanțare pe termen mediu;
- Surse de finanțare pe termen lung.

Denumirea variabilei: sursele de finanțare în funcție de instrumentul folosit.

Definirea conceptuală: definirea sursei de finanțare în funcție de instrumentul folosit.

Definirea operațională:

- Reinvestirea profitului;

- Emisiuni de noi acțiuni;
- Credite bancare;
- Împrumuturi obligatare;
- Efecte de comerț;
- Eurotitluri de credit;
- Alte titluri de credit.

Denumirea variabilei: practicile de finanțare folosite;

Definirea conceptuală: definirea practicii de finanțare;

Definirea operațională:

- Mobilizarea de către compania mamă a resurselor financiare și punerea ulterioară a acestora la dispoziția filialei din România;
- Filiala din România se ocupă individual de mobilizarea resurselor financiare necesare activității sale;
- Practică combinată din cele două.

Denumirea variabilei: tipurile de credite folosite;

Definirea conceptuală: definirea tipului de credit;

Definirea operațională:

- Linii de credite;
- Credite revolving;
- Credite rotative (*roll over*);
- Credite sindicalizate.

Denumirea variabilei: tipurile de rate ale dobânzii pentru credite contractate;

Definirea conceptuală: definirea tipului de rată a dobânzii;

Definirea operațională:

- Fixă;
- Flexibilă.

Denumirea variabilei: piața de pe care sunt mobilizate resursele financiare;

Definirea conceptuală: definirea tipului de piață de capital;

Definirea operațională:

- Națională;
- Internațională;
- Ambele piețe.

Denumirea variabilei: importanța reinvestirii profitului ca sursă de finanțare;

Definirea conceptuală: definirea gradului de importanță asociat finanțării prin reinvestirea profitului;

Definirea operațională:

- Foarte importantă;
- Importantă;
- Mediocră;
- Puțin importantă;
- Total neimportantă.

2.3. Eșantionarea

Pornind de la ideea că prezenta cercetare este una exploratorie, menită să identifice unele tendințe și fenomene ce vor sta la baza emiterii unor ipoteze, am decis asupra folosirii unei eșantionări nealeatorii. Eșantionul va fi constituit din firme ce activează pe teritoriul României și fac parte din cadrul unor corporații transnaționale.

Unitatea de observare este unitatea ce face scopul observării. În acest caz unitatea de cercetare este firma. Unitatea de sondaj este unitatea de la care se recoltează informațiile.

Dimensiunea eșantionului

Luând în considerare caracterul exploratoriu al sondajului respectiv și rata ridicată de non-răspuns înregistrată de obicei în cazul sondajelor efectuate prin intermediul internetului, chestionarul pe care se bazează acesta a fost trimis unui număr de 40 firme, însă numărul respondenților este de doar 8 firme:

- Fortrend Gifts SRL – firmă din dome-

- niu servicii;
- SC Elca SA Câmpina – Confecții;
- Europa Group Hanner SRL – construcții;
- L’Oreal – distribuție cosmetice;
- Travertec SRL – materiale de construcții (beton);
- Nubiola Romania – produse chimice;
- Hostway Romania SRL – IT;
- Orange – Telefonie mobilă;

Astfel sunt neglijate cerințele de reprezentativitate legate de dimensiunea eșantionului. Cu alte cuvinte, dimensiunea eșantionului pe care vom face studiul este de 8 firme prezentate anterior.

Instrumentul de colectare a datelor este un chestionar cu 21 de întrebări trimis prin intermediul poștei electronice unităților de sondaj selectate. Această metodă permite utilizarea unui buget relativ redus la fel ca și timpul necesar colectării răspunsurilor.

2.4. Elaborarea chestionarului

Am decis elaborarea unui chestionar (vezi Anexa 1) relativ mai puțin structurat (în care întrebările deschise să aibă o pondere însemnată) pentru a permite unităților de sondaj să dea răspunsuri mai complexe, cu scopul de a obține o cantitate cât mai mare de informații, pe baza cărora să putem, în final, să formulăm unele ipoteze pertinente.

Totuși cea mai mare pondere în chestionar o au întrebările structurate (sau închise) în care chestionații au de ales între mai multe variante propuse. Necesitatea și utilitatea acestui tip de întrebări rezidă în faptul că respondenții înțeleg mai bine ce li se cere. Întrebările închise solicită mai puțin respondenții și necesită mai puțin timp pentru a răspunde – un factor

foarte important în creșterea ratei de răspuns, în mod deosebit în cazul în care respondenții fac parte din categoria oamenilor de afaceri, pentru care resursa temporală este foarte importantă și prețioasă.

2.5. Interpretarea rezultatelor obținute

În interpretarea rezultatelor obținute vom urmări firul logic al obiectivelor stabilite în prima fază a sondajului.

I. Identificarea tuturor surselor de finanțare folosite de către CTN în România. Vom analiza pe rând răspunsurile la întrebările incluse în chestionar și care au ca scop atingerea acestui obiectiv. Dar identificarea surselor de finanțare la care apelează companiile transnaționale pe teritoriul României nu presupune calcularea unor frecvențe de utilizare. În cazul nostru considerăm suficient și un răspuns singular în favoarea unei surse de finanțare pentru a o include în paleta de surse de finanțare folosite de CTN în România. Abordând această optică avem o singură întrebare care conține toate marile categorii de resurse financiare – întrebarea 8.

Marcați toate tipurile de surse de finanțare folosite de societatea dvs. din următoarele propuse	N
- Reinvestirea profitului	6
- Emisiunea de acțiuni	1
- Credite bancare	5
- Împrumuturi Obligate	0
- Efecte de comerț	1
- Eurotitluri de credit	0
- Alte surse de finanțare	1

Situația prezentată în tabelul de mai sus se traduce în felul următor. Marile clase de surse de finanțare la care apelea-

ză CTN de pe teritoriul României sunt cele la care am obținut cel puțin un răspuns și anume:

- Reinvestirea profitului;
- Emisiunea de acțiuni;
- Creditele bancare;
- Efecte de comerț;
- Alte surse de finanțare

Celelalte surse pentru care nu am înregistrat nici un răspuns nu putem afirma că nu sunt folosite de CTN în România, ci putem spune că sunt folosite foarte rar, nefiind foarte populare.

Și alte întrebări din chestionar furnizează informații utile referitoare la sursele de finanțare permițând o abordare mai aprofundată a acestora. Astfel răspunsurile primite pentru întrebarea nr. 11 ne arată care sunt tipurile de credite bancare la care apelează companiile transnaționale din România.

În cazul finanțării prin credite, care dintre următoarele tipuri au fost sau sunt utilizate de către firma dvs.?	N
- Linii de credit	5
- Credite revolving	2
- Credite rotative (<i>Roll Over</i>)	1
- Credite sindicalizate	0

Observăm că sunt folosite *liniile de credit, aranjamentele revolving și creditele rotative*. Cel mai puțin sunt utilizate creditele sindicalizate. Un motiv ar putea fi dat de faptul că până acum în România nu au fost atât de multe investiții de mari proporții care să necesite organizarea unui sindicat bancar pentru a realiza un credit sindicalizat.

II. Cel de al doilea obiectiv, care se referă la sursele de finanțare cele mai frecvent utilizate are o tentă cantitativă pronunțată. În acest caz ne vom baza mult pe

numărul de răspunsuri primite pentru fiecare întrebare.

Observăm că prima întrebare abordează sursele de finanțare din perspectiva orizontului de timp pentru care sunt mobilizate resursele financiare.

Firma dvs. folosește mai frecvent	N
- Surse de finanțare pe termen scurt	1
- Surse de finanțare pe termen mediu	4
- Surse de finanțare pe termen lung	4

Observăm că sursele de finanțare pe termen mediu și cele pe termen lung împart același număr de răspunsuri lăsând mult în urmă sursele de finanțare pe termen scurt. Acest fapt ne permite să emitem ipoteza că la momentul actual companiile transnaționale ce activează pe teritoriul României preferă utilizarea surselor de finanțare pe termen mediu și lung. Aceasta se poate datora faptului că CTN sunt abia la începutul prezenței lor pe piețele din România și au nevoie de resurse financiare pentru un orizont mai mare de timp pentru a-și finanța investițiile și expansiunea.

Situația celei de a doua întrebări se prezintă astfel:

În finanțarea societății dvs. este folosit într-o proporție mai mare	N
- Capital propriu	6
- Capital împrumutat	2

Astfel 6 firme din 8 folosesc într-o proporție mai mare capitalul propriu decât capitalul împrumutat și doar 2 din 8 folosesc mai mult resurse financiare împrumutate. Prin urmare putem afirma că CTN din România au tendința de a se finanța preponderent cu capitaluri proprii fie acelea profituri reinvestite, fie majorări de capital social, fie din emisiuni de

noi acțiuni pentru atragere de noi resurse financiare care devin parte componentă a capitalurilor proprii ale firmei.

Ca o continuare a ideii de mai sus putem folosi răspunsurile de la întrebarea 3:

Reinvestirea profiturilor reprezintă pentru societatea dvs. o sursă de finanțare:	N
- Foarte importantă	3
- Importantă	2
- Mediocră	1
- Puțin importantă	1
- Total neimportantă	1

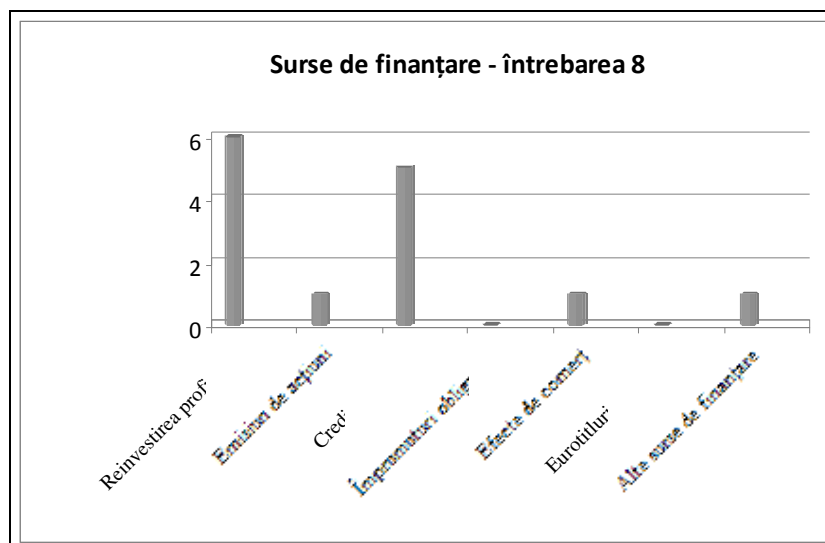
Cu alte cuvinte, pentru 5 firme din 8 reinvestirea profitului reprezintă o sursă de finanțare foarte importantă sau, cel puțin, importantă. Acest fapt explică într-o măsură satisfăcătoare rezultatele legate de folosirea predominantă a capitalurilor proprii ca sursă de finanțare.

Din aceeași clasă face parte și întrebarea 8, la care am făcut referire când am

vorbit despre identificarea surselor de finanțare folosite de CTN în România.

Observăm că pe primul loc, cu cele mai multe răspunsuri, se situează reinvestirea profitului, urmată de finanțarea prin credite bancare, celelalte surse înregistrând câte un sigur sau nici un răspuns. Prin urmare putem emite ipoteza că firmele transnaționale din România folosesc cel mai frecvent ca surse de finanțare *reinvestirea profitului și creditele bancare*, iar din rândul ultimelor cel mai des sunt folosite *liniile de credit*.

III. Identificarea celor mai importante surse de finanțare din perspectiva CTN implantate în România este un obiectiv care se află în strânsă legătură cu cel comentat anterior (referitor la cele mai frecvent utilizate surse de finanțare). Este normal ca cele mai frecvent utilizate surse de finanțare să fie și unele dintre cele mai importante. Totuși caracterul explorator al acestui sondaj nu ne permite



elaborarea unei ierarhizări reprezentative. În această situație ne vom rezuma la menționarea surselor de finanțare care tind a ocupa primele poziții în opțiunea de finanțare a CTN ce-și desfășoară activitatea în România. Acestea sunt: *reinvestirea profitului și creditele bancare* (în special liniile de credit).

IV. Pentru identificarea atitudinii firmelor transnaționale din România față de diferitele surse de finanțare am folosit în mod special întrebări deschise. Un lucru la care ne așteptam este rata de non răspuns foarte mare pentru aceste întrebări. Totuși reprezentanții unor firme respondente au dat unele răspunsuri și pentru acestea. Astfel la întrebarea referitoare la părerea dacă este potrivită emisiunea de noi acțiuni ca sursă de finanțare pentru piața românească de capital am obținut păreri diferite:

Considerați că această metodă este potrivită pentru piața de capital din România?	
Da	3
Nu	3

Explicațiile pentru aceste păreri sunt diferite:

Pro

- "Firmele românești vor avea nevoie de noi surse de finanțare pentru a putea face față competiției cu rivali europeni mai puternici. Bursa românească trebuie să intre în vizorul investitorilor străini, cea mai importantă sursă de bani din piață."
- "Consider că piața de capital din România este în plină expansiune, devenind din ce în ce mai puternică și sigură și atrage mai mulți clienți."
- "Pentru reflectarea justă a valorii" – adică se merge pe ideea conform că-

reia cursul bursier al acțiunilor reflectă justa valoare a companiei, permițându-i să profite de beneficiile oferite de listarea la bursă.

Contra

- "Piața de capital din România nu este foarte stabilă, este influențată de schimbările politice foarte mult".
- "Piața de capital din România este imatură".

Părerile respondenților referitoare la eurotitlurile de credit, și anume cât de avantajoase sunt acestea în comparație cu împrumuturile obligatate și creditele bancare, le avem în răspunsurile la întrebarea 18.

În comparație cu împrumuturile obligatate și creditele bancare considerați că eurotitlurile de credit sunt:	N
- Mai avantajoase	0
- La fel de avantajoase	2
- Mai puțin avantajoase	2

Aceste răspunsuri vin ca explicație a faptului de ce nu am obținut nici un răspuns pentru includerea eurotitlurilor de credit în paleta de surse de finanțare folosite de CTN în România. La aceasta trebuie să adăugăm și faptul că eurotitlurile de credit reprezintă surse de finanțare pe termen scurt iar noi am observat anterior că în România există tendința de a folosi preponderent surse de finanțare pe termen mediu și lung. Și acesta ar fi un alt motiv pentru care eurotitlurile de credit (unul dintre cele mai noi instrumente de finanțare) nu sunt populare și nici prea cunoscute pe piața de capital din România.

Tot aici trebuiesc incluse și răspunsurile de la întrebarea 21 referitoare la principalele dezavantaje caracteristice fiecărei mari clase de surse de finanțare și care contribuie la crearea imaginii pe care o au firmele din România despre acestea.

Reinvestirea profitului conform răs-

punsurilor obținute are ca dezavantaj diminuarea sau neplata dividendelor ceea ce poate provoca nemulțumiri în rândul investitorilor.

În cazul emisiunilor de acțiuni respondenții au menționat dezavantaje diferite:

- “Nu sunt la îndemâna societăților din România”
- “Valoarea acțiunilor poate fi mai mare decât valoarea reală a companiei”
- “Pierderea controlului și a puterii de decizie”

Dezavantajele menționate pentru *creditele bancare* sunt:

- Dobânzi prea mari;
- Documentație laborioasă cerută și înlocuită pentru obținerea acestora;
- Prezența riscului de dobândă și a riscului valutar;

V. Identificarea pieței (națională sau internațională) la care apelează cel mai frecvent CTN ce activează pe teritoriul României.

Pentru atingerea acestui obiectiv am introdus o întrebare specială în chestionar – întrebarea 9.

Daca apeleți la capitaluri împrumutate ca sursă de finanțare a societății dvs atunci acestea sunt mobilizate:	N
- Exclusiv de pe piața națională de capital	3
- Exclusiv de pe piața internațională de capital	1
- De pe ambele piețe	3

Și aici practicile sunt diferite. Șase firme din 8 care au răspuns apelează la piața națională de capital dar doar 3 o fac în mod exclusiv, celelalte apelând și la piața internațională de capital. Oricum raportul de folosire a pieței naționale de capital / piață internațională de capital

este de 6:4 existând și firme care se finanțează exclusiv de pe piața internațională de capital. În concluzia atingerii acestui obiectiv trebuie să admitem că nu putem spune care dintre respectivele piețe de capital este folosită mai frecvent pentru mobilizarea resurselor financiare fiindcă diferența de număr de răspunsuri primite pentru cele două piețe este relativ mică. Oricum se observă că nu există restricții de acces pe piața internațională de capital, filialele din România apelând la aceasta destul de frecvent.

În afară de tendințele observate pe parcursul urmăririi obiectivelor stabilite la începutul sondajului au fost identificate și alte fenomene legate de finanțarea filialelor românești ale CTN.

În primul rând ar trebui să menționăm valutele în care sunt denominate capitalurile împrumutate de către CTN din România. În acest caz trebuie să urmărim răspunsurilor de la întrebarea 10 din chestionar. Conform acestora, doar o firmă din 8 contractează împrumuturi în dolari americani (USD), alte 5 se împrumută în euro iar 2 firme nu au răspuns la această întrebare. Interesant în această situație este faptul că nici o firmă dintre cele care au răspuns nu contractează împrumuturi în lei. Acest lucru ne face să emitem ipoteza că împrumuturile (în special creditele) în lei contractate de CTN în România nu sunt foarte frecvente. Motivele pot fi diverse, din această cauză nu ne vom angaja în formulări de afirmații ce riscă a fi greșite. Totuși nu putem omite faptul că moneda cea mai des folosită pentru împrumuturi este EURO. În acest caz, dacă filialele din România își procură și rambursează de sine stătător capitalurile împrumutate, atunci situația actuală din România este una favorabilă. Când afirmăm acest lucru, ne referim la

aprecierea continuă a leului românesc. Acest lucru face ca firmele să poată rambursa mai ușor creditele contractate în euro folosind veniturile în lei obținute în România.

Și într-adevăr ipoteza emisă anterior este una valabilă dacă luăm în considerare un alt fenomen pus în evidență prin răspunsurile la întrebarea 7.

Care este practica de finanțare folosită N cel mai des de către compania dvs.?	
- Mobilizarea de către compania mamă a resurselor financiare și punerea ulterioară a acestora la dispoziția filialei din România	2
- Filiala din România se ocupă individual de mobilizarea resurselor financiare necesare activității sale	3
- O practică combinată din cele două	3

Astfel 3 din 8 firme chestionate își procură individual resursele financiare de care au nevoie și alte 3 folosesc o practică combinată de finanțare. Prin urmare 6 firme din 8 își procură individual cel puțin o parte din resursele financiare de care au nevoie.

3. Concluzii

Concluziile acestui studiu sunt mai mult ipoteze emise de noi în urma analizei rezultatelor obținute pe baza sondajului, ipoteze care pot fi ulterior confirmate sau infirmate efectuând un studiu cantitativ mult mai laborios, pe un eșantion reprezentativ și folosind un buget mai cuprinzător.

Una din principalele concluzii la care am ajuns se referă la principalele surse de finanțare folosite de CTN pentru activitățile lor din România. Pe baza sondajului efectuat putem spune că acestea sunt:

- fonduri proprii ale CTN – reinvestirea profitului;
- fonduri atrase din exteriorul corporației – emisiuni de noi acțiuni;
- credite bancare;
- efecte de comerț;
- alte titluri de credit.

Eurotitlurile de credit și împrumuturile obligatate nu au înregistrat nici un răspuns dar acest lucru nu înseamnă că acestea nu sunt prezente în România, ci doar că sunt foarte rar folosite. Folosirea foarte rară a eurotitlurilor de credit poate fi explicată parțial bazându-ne pe o altă concluzie emisă în urma sondajului. Aceasta se referă la faptul că CTN din România folosesc în mod preponderent surse de finanțare pe termen mediu și lung, iar eurotitlurile de credit sunt surse de finanțare pe termen scurt.

Referitor la sursele de finanțare preferate și cel mai frecvent folosite de către firmele transnaționale în România am ajuns la concluzia că acestea sunt:

- Reinvestirea profitului;
- Creditele bancare;

Iar din clasa creditelor bancare preferate sunt liniile de credit deși sunt folosite și creditele *revolving* și cele rotative (*roll over*). Partea interesantă este aceea că nu am obținut nici un răspuns pentru creditele sindicalizate. Acest lucru ne face să emitem o nouă ipoteză, și anume că acest tip de credite este foarte rar folosit în România.

O altă concluzie bazată pe rezultatele studiului scoate în evidență faptul că, deși filialele românești ale diferitor CTN au practici diferite de finanțare, care implică fie mobilizarea individuală a resurselor financiare, fie mobilizarea de capitaluri de către societatea mamă și punerea acestora la dispoziția filialei, ele (filialele) totuși se ocupă de mobilizarea cel pu-

țin a unei părți din resursele financiare de care au nevoie. Acest lucru la rândul său are implicații asupra pieței de capital la care se apelează și asupra instrumentelor de finanțare folosite.

O concluzie foarte interesantă este cea referitoare la moneda în care sunt denumite capitalurile împrumutate folosite de către filialele transnaționalelor. Moneda cea mai des utilizată este euro, iar la extrema cealaltă se află leul, acesta din urmă fiind foarte rar utilizat. Motivul pentru care moneda Euro este lider poate fi legat de recenta aderare a României la Uniunea Europeană și de faptul că o parte foarte mare din CTN prezente pe piața românească sunt originare din UE, astfel, fiindu-le mai ușor mobilizarea de resurse financiare în această monedă.

În concluzie, am constatat că, deși există numeroase instrumente de finanțare care pot fi folosite pe piața de capital din România și, teoretic, există și infrastructura care permite folosirea lor, firmele transnaționale ce activează pe teritoriul României apelează, totuși, în continuare la instrumente clasice de mobilizare a resurselor financiare. Acest fapt se poate datora mai multor factori. Dar prezentul studiu nu a fost proiectat și nu dispune de informațiile necesare identificării lor. Ce permite acest studiu, este identificarea fenomenului și constituirea unei baze pentru proiectarea unui nou studiu ce ar avea ca obiectiv testarea ipotezelor emise pentru obținerea de rezultate reprezentative pentru toată colectivitatea CTN prezente pe piețele românești.

Bibliografie selectivă

- Alan C. Shapiro, 'Multinational Financial Management', Wiley, 2003, 7th edition.
- Eitman, David K.; Stonehill, Arthur I. și Moffett, Michael H., 'Multinational Business Finance', Addison Wesley Publishing Company Inc., 2001, 8th ed.
- Madura, Jeff, 'International Financial Management', South Western College Publishing, 2000, 6th Edition.
- Saudagaran, Shahrokh M., *An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges*, 'Journal of International Business Studies', Spring 1988, p.101-127.
- Doler, Kathleen, *More U.S. Firms See Foreign Shareholdings as a Plus*, 'Investors Business Daily', February 17, 1994.
- Cătoi, Iacob (coord.); Bălan, Carmen, 'Cercetări de marketing', Uranus, București, 2002.
- Munteanu, Costea și Horobeț, Alexandra, 'Finanțe transnaționale: decizia financiară în corporația modernă', All Beck, București, 2003.

Chestionar

1. Firma Dvs. folosește mai frecvent:
Surse de finanțare pe termen scurt;
Surse de finanțare pe termen mediu;
Surse de finanțare pe termen lung;
2. În finanțarea societății Dvs. este folosit într-o proporție mai mare:
Capitalul propriu;
Capitalul împrumutat;
3. Reinvestirea profiturilor reprezintă pentru societatea Dvs. o sursă de finanțare:
Foarte importantă;
Importantă;
Mediocră;
Puțin importantă;
Total neimportantă;
4. Ați apelat vreodată la emisiunea de noi acțiuni ca metodă de mobilizare de resurse financiare?
Da;
Nu;
5. Considerați că această metodă este potrivită pentru piața de capital din România?
Da;
Nu;
6. Care este motivul răspunsului selectat la întrebarea anterioară?

7. Care este practica de finanțare folosită cel mai des de către compania Dvs?
Mobilizarea de către compania mamă a resurselor financiare și punerea ulterioară a acestora la dispoziția filialei din România;
Filiala din România se ocupă individual de mobilizarea resurselor financiare necesare activității sale;
O practică combinată din cele două;

8. Marcați toate tipurile de surse de finanțare folosite de societatea Dvs din următoarele propuse:
Reinvestirea profitului;
Emisiunea de noi acțiuni;
Credite bancare;
Împrumuturi obligatare;
Efecte de comerț;
Eurotitluri de credit;
Alte titluri de credit;

9. Dacă apelați la capitaluri împrumutate ca sursă de finanțare a societății Dvs atunci acestea sunt mobilizate:
Exclusiv de pe piața națională de capital;
Exclusiv de pe piața internațională de capital;
De pe ambele piețe;

10. Care este moneda folosită cel mai frecvent de către firma Dvs. pentru denominarea capitalurilor împrumutate?

11. În cazul finanțării prin credite, care dintre următoarele tipuri au fost sau sunt utilizate de către firma Dvs.?
Linii de credit;
Credite *revolving*;
Credite rotative (*roll over*);
Credite sindicalizate;

12. Ce tip de credit dintre cele menționate la întrebarea anterioară este preferat de către firma Dvs?

13. Cea mai mare parte a creditelor contractate de societatea Dvs au sau au avut o rată a dobânzii:
Fixă;
Flexibilă;

14. De câte ori ați efectuat emisiuni de obligațiuni (pe piața națională sau internațională de capital)?

15. Care este scadența medie a obligațiunilor emise de către compania Dvs (dacă este cazul)?

16. Care este piața de capital pe care ați avut cea mai de succes emisiune de obligațiuni și cărui fapt s-a datorat acest lucru?

17. Ce părere aveți despre finanțarea prin emisiune de eurotitluri de credit (*euronotes*)?

18. În comparație cu împrumuturile obligatare și creditele bancare considerați ca eurotitlurile de credit sunt:
Mai avantajoase;
Oferă aceleași avantaje;
Sunt mai puțin avantajoase;

19. Compania Dvs emite doar eurotitluri de credit subscrise sau acceptă și emiterea de eurotitluri de credit nesubscrise și în ce condiții?

20. Enumerați alte câteva surse sau tehnici avansate de finanțare utilizate de către societatea Dvs și care nu au fost menționate în prezentul chestionar.

21. Care este după părerea Dvs cel mai mare dezavantaj al finanțării prin:

Reinvestirea profitului	_____
Emisiune de noi acțiuni	_____
Credite bancare	_____
Împrumuturi obligatare	_____
Emisiune de titluri de credit	_____

Numele firmei	_____
Numele Directorului Financiar	_____