

INFLUENȚA CALITĂȚII INFORMAȚIILOR FINANCIARE ASUPRA COSTULUI CAPITALULUI COMPANIILOR ROMÂNEȘTI COTATE

CZU: 657.411(498)

CARP Mihai¹, TOMA Constantin²^{1,2}Universitatea "Alexandru Ioan Cuza" din Iași, RomâniaE-mails: ¹mihai.carp@feaa.uaic.ro; ²toco@uaic.ro

Summary: *Lucrarea analizează, utilizând un eșantion format din companiile românești cotate pe secțiunea principală a Bursei de Valori București, influența calității informațiilor financiare publicate de către acestea asupra costului capitalului utilizat în finanțarea activității. Calitatea informațiilor financiare este evaluată sub aspectul relevanței și a reprezentării exacte a tranzacțiilor și evenimentelor, caracteristici fundamentale din perspectiva normelor contabile. Rezultatele studiului identifică o contribuție semnificativă a calității informațiilor financiare la reducerea costului capitalului, atât în ceea ce privește relevanța pentru investitori și creditori, cât și din punct de vedere a conformării tratamentelor contabile cu regulile impuse de norme.*

Cuvinte cheie: calitatea informațiilor financiare, relevanța informației, manipularea rezultatelor, costul capitalului

JEL Classification: M41; G32

Introducere

Alocarea fondurilor disponibile către entitățile economice solicitante de resurse financiare are la bază un proces decizional fundamentat în mare măsură pe evaluarea informațiilor financiare publicate de către acestea. Calitatea informațiilor raportate poate reprezenta o variabilă importantă în negocierea nivelului costului asociat resurselor atrase, cu influențe ulterioare asupra capacității de rambursare și a nivelului de performanță financiară obținută de entități.

Aprecierea influenței exercitate de calitatea datelor furnizate de către contabilitate asupra deciziilor adoptate de utilizatori reprezintă un subiect amplu dezbătut în literatură. Deși concentrate majoritar asupra reacției investitorilor, studiile relevă necesitatea implicării în analiză a tuturor părților interesate (stakeholders).

Lucrarea se concentrează tocmai pe aceasta dimensiune, introducând în studiu rolul calității informațiilor financiare, sub aspectul relevanței și a reprezentării exacte, în formarea costului capitalului atras. Sunt utilizate datele financiare publicate de către companiile românești cotate pe piața reglementată a Bursei de Valori București (BVB), pe un orizont temporal cuprins între anii 2012 și 2017. De asemenea, analiza cantitativă folosită a presupus testarea unor modele econometrice consacrate în literatura de specialitate, respectiv modelul *Ohlson (1995)*, pentru relevanță, și *Jones (1991)*, pentru reprezentarea exactă.

Rezultatele obținute identifică o influență semnificativă a calității informației financiare, creșterea acesteia determinând o reducere a costului capitalului. Prin introducerea unor variabile de control precum dimensiunea, respectiv creșterea firmei, sensul și intensitatea relațiilor s-au păstrat.

Fundamente teoretice și ipoteze de lucru

Normele contabile enunță doar caracteristicile calitative pe care informațiile publicate de companii trebuie să le îndeplinească, fără a oferi instrumente de măsurare a acestora. Literatura de specialitate a dezvoltat o serie de constructe teoretice, completate cu metode specifice de cuantificare a nivelului calitativ specific, care pot contribui la facilitarea analizelor derulate în acest sens. Pornind de la caracteristicile calitative fundamentale, relevanța și reprezentarea exactă a tranzacțiilor și evenimentelor, în literatură s-au coagulat concepte precum „capacitatea informativă a datelor contabile” (value relevance) sau „manipularea rezultatelor” (earnings management) atașate celor

două caracteristici fundamentale menționate în normele contabile. În acest sens, capacitatea informativă a informației reflectă abilitatea cifrelor contabile de a surprinde date care să influențeze deciziile investitorilor (Barth *et al.*, 2008; El-Sayed Ebaid, 2012). Manipularea informațiilor constă în acțiuni ale managerilor, în ceea ce privește tratamente contabile sau chiar tranzacții reale, prin care se urmărește modificarea rezultatelor financiare, în scopul inducerii în eroare a utilizatorilor asupra adevăratelor performanțe financiare (Healy și Wahlen, 1999).

Desfășurarea oricărei activități este condiționată de existența și utilizarea anumitor mijloace economice specifice (sub formă materială și bănească), determinate de particularitățile obiectului de activitate. Sursa de proveniență a mijloacelor economice, ce dau conținut activului bilanțier, o constituie capitalul. Capitalul reprezintă o categorie economică care include totalitatea surselor de finanțare stabile, care prin asociere cu ceilalți factori de producție (natura și munca) participă la realizarea de noi bunuri economice, în scopul de a obține profit. În contextul globalizării și liberei circulații a capitalului, acest factor de producție poate constitui un instrument eficace pentru implementarea unor politici globale, care să vizeze îmbunătățirea condițiilor sociale și de mediu înconjurător (Carp, 2013). Din punct de vedere al sursei de finanțare, capitalul îmbracă două forme distincte, respectiv capital propriu și capitalul străin. Capitalul propriu debutează în cadrul unei întreprinderi cu capitalul social, completat după primul ciclu de activitate cu noi elemente precum profitul și eventualele rezerve obținute (Dicu, 2015). Capitalul străin (împrumutat sau atras) reflectă rezultatul finanțării străine a bunurilor care formează averea entității, pentru care aceasta trebuie să îndeplinească o anumită prestație sau să dea un echivalent valoric.

Pentru o entitate costul resurselor de finanțare a activității reprezintă o informație de importanță majoră care stă la baza deciziilor pe care trebuie să le ia managementul în alegerea soluției optime de atragere a capitalului. În general, prin costul capitalului se înțelege costul necesar pentru a procura bunurile și serviciile necesare realizării obiectivelor firmei, respectiv mărimea plăților estimate către furnizorii de resurse financiare, în condițiile creșterii valorii de piață a entității. Sub aspect structural, costul capitalului are în vedere două componente, corespunzătoare sursei de finanțare, costul capitalului propriu și costul capitalului străin (Toma, 2018).

Costul capitalului propriu este, în esență, costul pe care firma îl suportă pentru plata dividendelor către acționari. Acesta este destul de dificil de cuantificat deoarece angajamentele luate de conducerea societății față de investitori au un caracter formal, iar distribuirile de dividende sunt determinate de existența profitului și influențate de politica adoptată de acționarii majoritari în materie de repartizare a profitului. Deși, în principiu, atât investitorii cât și managerii au interese convergente într-o entitate, calea prin care ei își ating obiectivele este diferită. În timp ce investitorii urmăresc să obțină o rentabilitate a investiției lor mai mare decât rata de actualizare cea mai bună de pe piață, managerii sunt preocupați de minimizarea costului capitalurilor utilizate în finanțarea firmei. Costul capitalului străin este reprezentat de plățile de dobânzi pe care entitatea finanțată trebuie să le achite către creditori. Spre deosebire de capitalul propriu, capitalul străin are un cost care este cunoscut, de regulă, încă din momentul contractării resurselor străine, prin angajamentele de remunerare a creditorilor asumate de firma beneficiară. Ca excepție, costul capitalului împrumutat poate înregistra anumite variații pe durata derulării contractelor de creditare, atunci când dobânda este variabilă. Minimizarea costurilor pentru toate intrările de capital, care trebuie să reprezinte o preocupare continuă pentru manageri, se poate realiza prin optimizarea structurii de finanțare, respectiv prin modificarea ponderii capitalurilor împrumutate/propriei în totalul capitalurilor (Toma, 2018).

Calitatea informației financiare și a procesului de asigurare privind conformitatea acesteia cu standardele specifice reprezintă elemente ce fundamentează deciziile investitorilor și a creditorilor. O calitate redusă a informațiilor financiare determină o reacție slabă a piețelor financiare (de capital sau ale creditului), în timp ce un declin al calității generează o reacție negativă a acestora (Dechow *et al.*, 2010), în sensul sporirii costului capitalului atras de companii, respectiv o asociere negativă a costului capitalului cu calitatea rezultatelor (Chi *et al.*, 2017). O calitate redusă a informațiilor financiare, derivată din acțiuni de manipulare a rezultatelor, poate reprezenta pentru investitorii de pe piața de capital un semnal privind prezența unui risc sporit asociat performanțelor viitoare ale companiilor, indicator care se concretizează într-o majorare a costului capitalului (Kumar & Lim,

2015). Piața creditului bancar utilizează modele specifice de evaluare a calității informațiilor financiare a solicitanților de împrumuturi și o reducere a calității determină o creștere a restricțiilor contractuale, atât din perspectiva costului, cât și a celor colaterale (maturitate, garanții etc.) (Bharath et al., 2008). Karjalainen (2011) remarcă rolul calității angajamentelor în formarea costului datoriei raportate, în timp ce Francis et al. (2008) identifică influența dimensiunii angajamentelor discreționare asupra costului mediu ponderat al capitalului utilizat de companii.

În scopul analizării relațiilor de dependență identificate ne propunem testarea următoarelor ipoteze de lucru:

H1: Informațiile financiare raportate de companii influențează semnificativ costul capitalului atras.

H2: Nivelul angajamentelor discreționare influențează semnificativ costul capitalului.

Metodologia cercetării

Obiectivul cercetării este de a evalua influența exercitată de calitatea informațiilor financiare asupra costului capitalului. Populația analizată este reprezentată de către companiile românești listate pe secțiunea principală a BVB, cu excepția entităților al căror obiect de activitate este reprezentat de intermedierea financiară. Datele au fost colectate manual din situațiile financiare publicate pe site-ul BVB și cele proprii companiilor. Datele extrase sunt aferente unui interval de 6 exerciții financiare (2012-2017), ceea ce a facilitat obținerea unui număr de 348 de observații, pentru cele 58 companii incluse în eșantion.

Pentru prelucrarea datelor au fost utilizate analiza de corelație și analiza de regresie liniară cu variabile multiple. Variabilele incluse în studiu sunt prezentate în tabelul nr.1.

Tabelul nr.1 Variabilele utilizate

Variabile	Abreviere	Descriere
<i>Variabile dependente</i>		
<i>Costul mediu ponderat al capitalului</i>	CMPC	Arată costul resurselor atrase pentru finanțarea activităților, fiind calculat ca medie ponderată a costurilor specifice fiecărui tip de capital (propriu, datorii)
<i>Variabile independente</i>		
<i>Activul net contabil</i>	ANC	Capitalul propriu al entității
<i>Rezultatul net</i>	RN	Rezultatul net al exercițiului
<i>Angajamente discreționare</i>	AD	Reflectă dimensiunea angajamentelor discreționare calculate ca diferență între angajamentele totale și angajamentele non-discreționare
<i>Dimensiunea</i>	DIM	Log active totale
<i>Creșterea firmei</i>	CF	(cifra de afaceri _{i,t} - cifra de afaceri _{i,t-1})/ cifra de afaceri _{i,t-1}

Sursa: prelucrare proprie

CMPC a fost calculat folosind, pentru costul capitalului propriu, rata rentabilității financiare (rezultat net/capital propriu), iar pentru costul datoriei, rata dobânzii efective a resurselor împrumutate (cheltuieli financiare/datorii financiare).

Apărute ca diferențe între consecințele aplicării contabilității de angajamente și cele ale utilizării contabilității de casă, angajamentele reprezintă elemente care au drept sursă atât folosirea unor reguli contabile stricte, cât și opțiuni în alegerea tratamentelor (raționament profesional). Angajamentele totale pot fi calculate prin utilizarea elementelor din bilanț și contul de profit și pierdere, conform modelului Jones (1991), prezentat în relația nr. 1.

$$AT_t = (\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta DC_t - \Delta Cts_t) - Chd_t \quad (1)$$

unde: AT sunt angajamente totale în anul t; ΔAC reprezintă variația activelor curente în anul t față de anul t-1; $\Delta Disp$ este variația disponibilităților în anul t față de anul t-1; ΔDC este variația datoriilor curente în anul t față de anul t-1; ΔCts reprezintă variația creditelor pe termen scurt în anul t față de anul t-1; Chad sunt cheltuieli cu deprecierea și amortizarea în anul t.

Angajamentele discreționare reprezintă componenta reziduală rezultată în urma testării modelului Jones (1991), reflectat de ecuația nr. 2.

$$\frac{AT_t}{A_{t-1}} = \beta_0 * \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 * \frac{\Delta CA_t}{A_{t-1}} + \beta_2 * \frac{AIB_t}{A_{t-1}} + \varepsilon \quad (2)$$

unde AT sunt angajamentele totale în anul t ; ΔCA este variația cifrei de afaceri în anul t față de anul $t-1$; AIB sunt activele imobilizate corporale brute în anul t ; ε reprezintă termenul eroare (AD).

Scăderea AD reflectă creșterea calității informațiilor financiare.

Pentru analiza relevanței informațiilor financiare pentru întreaga gamă a finanțatorilor (investitori și creditorii) a fost propus modelul econometric prezentat în ecuația nr. 3, derivat din modelul Ohlson (1995).

$$CMPC_t = \alpha_0 + \alpha_1 ANC_{t-1} + \alpha_2 RN_{t-1} + \alpha_3 DIM_t + \alpha_4 CF_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

în care: $CMPC_t$ reprezintă costul mediu ponderat al capitalului în anul t ; ANC_t activul net contabil pe acțiune la sfârșitul anului $t-1$; RN_t este rezultatul net pe acțiune la sfârșitul anului $t-1$; $\alpha_{0,1,2,3,4}$ sunt coeficienții de regresie; ε_t este variabila aleatoare, eroare.

Influența calității informațiilor financiare din perspectiva reprezentării exacte a tranzacțiilor și evenimentelor, măsurată prin dimensiunea angajamentelor discreționare (AD) este evaluată prin modelul prezentat în ecuația nr. 4.

$$CMPC_t = \alpha_0 + \alpha_1 * AD_{t-1} + \alpha_2 DIM_t + \alpha_3 CF_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

În relațiile propuse, variabilele independente care reflectă calitatea informațiilor financiare (ANC , RN și AD) sunt incluse în analiză cu valorile din anul precedent, pentru a permite variabilei dependente să includă efectele analizelor realizate de utilizatori, fundamentate în mare măsură pe informațiile din situațiile financiare.

Rezultate și interpretări

În tabelul nr. 2 sunt prezentate statisticile descriptive care relevă, din perspectiva variabilelor implicate în analiză, arealul analizat în lucrare.

Tabelul nr. 2 Statistici descriptive

Elemente	CMPC	AD	CF	RN	ANC
Medie	0,01728	0,08181	0,05030	0,0063	0,5459
Mediană	0,02457	0,03938	0,00000	0,0156	0,6341
Abatere standard	0,17513	0,15596	0,46941	0,1778	0,4502
Număr de observații	348	348	348	348	348

Nota: CF reprezintă creșterea cifrei de afaceri, RN este calculat prin raportarea rezultatului net la totalul activului, iar ANC prin împărțirea capitalului propriu la totalul activului

Sursa: prelucrare proprie

Se identifică un CMPC mediu al resurselor utilizate de companiile românești cotate de 1,72%, nivel redus care este rezultat preponderent din dimensiunea semnificativă a ponderii capitalurilor proprii în totalul resurselor ($ANC_{\text{mediu}} = 0.5459$). Acest fapt coroborat cu nivelul redus al RN (0.63%) reflectă faptul că investitorii beneficiază, din perspectiva rezultatelor posibil a fi distribuite, de o retribuție a capitalurilor disponibilizate redusă.

Tabelul nr. 3 evidențiază rezultatele obținute în urma analizei privind relevanța informațiilor financiare pentru toate părțile interesate (investitori și creditorii). În acest sens, informațiile publicate prin intermediul situațiilor financiare influențează semnificativ CMPC ($SIG_{\text{model}}=0.000$). Variația costului capitalului este explicată în proporție de 35,2% ($R^2=0.352$), respectiv de 36,5% ($R^2=0.365$), de modificarea structurilor contabile (ANC și RN). Sensul și dimensiunea relațiilor deterministe se păstrează și în situația controlării legăturii pentru dimensiunea firmei, respectiv creșterea vânzărilor.

Tabelul nr. 3 Influența informațiilor financiare asupra costului mediu ponderat al capitalului

<i>Variabila dependentă</i>	<i>Constanta</i>	<i>ANC</i>	<i>RN</i>	<i>DIM</i>	<i>CF</i>	<i>R²</i>	<i>SIG model</i>
CMPC	0.094 (0.000)	-0.015 (0.000)	0.016 (0.000)			0.352	0.000
CMPC	0.110 (0.000)	-0.002 (0.084)	0.016 (0.000)	-0.014 (0.004)	0.008 (0.037)	0.365	0.000
Număr de observații	348						

Sursa: prelucrare proprie

Rolul angajamentelor discreționare în formarea costului resurselor atrase este reflectat în tabelul nr. 4. Angajamentele discreționare, a căror dimensiune poate reflecta calitatea informației financiare, din perspectiva afectării acesteia prin manipulare, influențează costul capitalului, o creștere a acestora determinând sporirea CMPC ($\alpha_1 = 0.133$).

Tabelul nr. 4 Impactul dimensiunii angajamentelor discreționare asupra costului mediu ponderat al capitalului

<i>Variabila dependentă</i>	<i>Constanta</i>	<i>AD</i>	<i>DIM</i>	<i>CF</i>	<i>R²</i>	<i>SIG model</i>
CMPC	0.006 (0.074)	0.133 (0.001)			0.014	0.001
CMPC	-0.047 (0.054)	0.128 (0.002)	0.003 (0.012)	0.041 (0.003)	0.027	0.000
Număr de observații	348					

Sursa: prelucrare proprie

Finanțatorii interpretează, deci, prezența și utilizarea angajamentelor drept instrument prin care sunt manipulate informațiile contabile, solicitând astfel o prima sporită pentru riscul asumat în urma plasării capitalului disponibil în companiile analizate.

Concluzii

Informațiile financiare publicate de companii pot reprezenta un instrument important în fundamentarea deciziilor investiționale. Utilitatea informațiilor contabile depinde însă în mare măsură de calitatea acestora, respectarea condițiilor de calitate nefiind o simplă recomandare ci o necesitate.

Lucrarea analizează influența exercitată de calitatea informațiilor financiare, din perspectiva relevanței și a reprezentării exacte a tranzacțiilor și evenimentelor, asupra costului capitalurilor utilizate pentru finanțarea activității companiilor listate pe secțiunea principală a Bursei de Valori București.

În urma testării ipotezelor de lucru propuse au fost identificate influențe semnificative ale structurilor contabile implicate în studiu asupra costului mediu ponderat al capitalului. În acest sens, informațiile financiare raportate sunt relevante pentru finanțatori, creșterea calității acestora determinând scăderea costului pentru resursele alocate companiilor. De asemenea, creșterea dimensiunii angajamentelor discreționare generează sporirea costului capitalului, finanțatorii interpretând prezența acestor structuri contabile drept instrument de manipulare a rezultatelor.

Desigur, lucrarea este caracterizată de o serie de limite precum dimensiunea redusă a eșantionului și lipsa structurării populației analizate în funcție de domeniul de activitate. Eliminarea acestor restricții prezintă direcțiile viitoare de cercetare.

Bibliografie:

1. Barth, M.E.; Landsman, W.R.; Lang, M.H. 2008. International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, 46(3): 467-498.
2. Bharath, S. T.; Sunder, J.; Sunder, S. V. 2008. Accounting quality and debt contracting. *Accounting Review*, 83(1): 1-28.
3. Carp, M. 2013. *Impactul politicii de finanțare asupra dezvoltării durabile a întreprinderii. O abordare financiar-contabilă*. Iași: Editura Universității „Alexandru Ioan Cuza”.

4. Chi, W.; Myers, L. A.; Omer, T. C.; Xie, H. 2017. The effects of audit partner pre-client and client-specific experience on audit quality and on perceptions of audit quality, *Review of Accounting Studies*, 22(1): 361-391.
5. Dechow, P.; Ge, W.; Schrand, C. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3): 344-401.
6. Dicu, R. 2015. *Dimensiuni contabile și financiare ale capitalului. Concept. Evaluare. Normalizare*. Iași: Tehnopress.
7. Francis, J.; Nanda, D.; Olsson, P. 2008. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital, *Journal of Accounting Research*, 46(1): 53-99.
8. Healy, P.M.; Wahlen, J.M. 1999. Review of The Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons*, 13: 365-383.
9. Istrate, C. 2016. *Contabilitatea nu-i doar pentru contabili*. București: Evrika Publishing.
10. Jones, J.J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, 29(2): 193-228.
11. Karjalainen, J. 2011. Audit quality and cost of debt capital for private firms: Evidence from Finland. *International Journal of Auditing*, 15(1): 88-108.
12. Kumar, K.; Lim, L. 2015. Was Andersen's audit quality lower than its peers? A comparative analysis of audit quality, *Managerial Auditing Journal*, 30(8/9): 911-962.
13. Ohlson, J., 1995. Earnings, book values and dividends in quality valuations, *Contemporary Accounting Research*. 11: 661-688
14. El-Sayed Ebaid, I. 2012. The value relevance of accounting-based performance measures in emerging economies: The case of Egypt, *Management Research Review*, 35: 69-88.
15. Toma, C. 2018. *Contabilitate financiară, Editia a III-a, revizuită și adăugită*. Iași: TipoMoldova.