

COSTUL CAPITALULUI, DIVULGAREA INFORMAȚIILOR FINANCIARE ȘI APLICAREA IFRS: O SINTEZĂ A LITERATURII

Drd. Ec. **Lucian MUNTEANU**
E-mail: lucian.munteanu@ase.ro
Academia de Studii Economice, București

Abstract:

Costul capitalului este un indicator important pentru operatorii de pe piața financiară, de care sunt interesați, în special, atât managerii cât și furnizorii de resurse financiare. Chiar dacă nu este direct observabil, iar modelele de determinare sunt încă dezbătute, importanța lui a luat amploare din ce în ce mai mare, iar în ultima decadă, mai mulți cercetători din domeniul contabilității au început să-l utilizeze în analizele empirice. Prezenta lucrare propune o recenzie a literaturii științifice dedicată costului capitalului, prin selectarea atât a lucrărilor cu impact major în curentele științifice, dar și a celor mai recente abordări pe această temă, urmând apoi a direcționa atenția către studiile din zona contabilă. Din perspectiva contabilă, interesul este legat de impactul adoptării IFRS (Standardelor Internaționale de Raportare Financiară) asupra costului capitalului. Acest articol își are utilitatea în faptul că aduce în discuție cele mai recente lucrări științifice privind impactul standardelor IFRS asupra costului capitalului, dar și ale altor variabile, actualizând astfel stadiul cunoașterii în literatura științifică românească.

Cuvinte cheie: costul capitalului, IFRS, divulgare, asimetria informațiilor

Clasificare JEL: G32, M41

1. Introducere

În literatura financiară, termenul de cost al capitalului se referă la costul suportat de companii pentru a obține fonduri (atât sub formă de datorii cât și sub forma de capital propriu). Din perspectiva investitorului, costul capitalului este venitul pe care-l așteaptă din deținerea în portofoliu a unei acțiuni.

Chiar dacă indicatorul costul capitalului nu este unul direct observabil și niciun model de determinare nu se califică drept modelul universal valabil, importanța acestuia este de necontestat în mediul financiar. Fie că e vorba de o decizie de finanțare pentru un proiect nou, fie că este vorba despre decizii

strategice la nivel de corporație ce se răsfrâng și în afară, acest indicator este aproape nelipsit din ecuațiile financiare.

Variațiile înregistrate de costul capitalului trebuie interpretate în general printr-o relație inversă, și anume, deciziile ce urmăresc îmbunătățirea imaginii companiei în exterior dar și mai buna informare a investitorilor, conduc la un efect benefic, în sensul diminuării costului capitalului. Totuși, acest mecanism poate fi gripat de diverși factori ce diminuează randamentul scontat, sau îl pot chiar anula. Din această cauză, analizele trebuie făcute întotdeauna cu prudență, ținând cont și de contextul individual, local sau național al fiecărei companii.

Interesul cercetărilor din zona contabilității către indicatorul costul capitalului a crescut odată cu un eveniment ieșit din cotidian. În anul 2002, Comisia Europeană emite un act, *IAS Regulation* (EC 2002), prin care obligă începând cu anul 2005 la aplicarea Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (IFRS) pentru situațiile financiare consolidate ale companiilor cotate din Spațiul Economic European (SEE). Această abordare, a fost văzută drept o privatizare fără precedent a organismelor de reglementare a standardelor de contabilitate (Chiapello, Medjad, 2009) și în același timp, o recunoaștere a eșecului Uniunii Europene de a-și armoniza prin forțele-i proprii regulamentele contabile pentru facilitarea comparabilității dintre companiile din statele membre.

Urmare acestei decizii, dar și răspândirii standardelor IFRS în multe alte țări, cercetătorii și-au îndreptat atenția către beneficiile de care se pot bucura companiile care aplică IFRS. Pentru aceasta, multe studii au analizat variația costului capitalului după adoptarea IFRS. Mai departe, au analizat în ce măsură este influențat costul capitalului de o adoptare voluntară, sau obligatorie.

2. Accepțiuni privind definirea costului capitalului

Costul capitalului (r) este rata minimă de rentabilitate a capitalului cerută de investitori pentru a furniza capital firmei. Așa cum se poate vedea din ecuația (1), costul capitalului se compune din rata dobânzii fără risc (r_f) și o primă pentru riscul non-diversificabil (r_{prem}):

$$r = r_f + r_{prem} \quad (1).$$

Într-o altă abordare, costul capitalului mai poate fi descris și ca o rată de actualizare a riscului ajustat aplicată de investitori la prețul curent al unei acțiuni. Modelul este cunoscut ca formula de actualizare a dividendelor:

$$R_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+T})}{(1+r)^T} \quad (2), \text{ unde:}$$

$E_t(Div)$ sunt fluxurile așteptate ale dividendelor viitoare (E_t este factorul de speranță din perioada t), P_t este prețul curent, iar r este rata de actualizare ajustată la risc.

Din prima ecuație, derivă modelul CAPM, (Capital asset pricing model, engl.)- cunoscut în literatură ca modelul de evaluare a capitalului investit, dar așa cum concluzionează Botosan într-o analiză a modelelor, (2006) „[modelul CAPM] nu este util pentru empiriștii care investighează legătura dintre divulgare și costul capitalului”. Astfel, modelele utilizate în cercetarea legăturii dintre divulgare și costul capitalului, își au rădăcinile în cea de-a doua ecuație.

Botosan și Plumlee (2005) evaluează cinci modele de estimare a costului capitalului ($r_{DIVPREM}$, $r_{GLSPREM}$, $r_{GORPREM}$, $r_{OJNPREM}$, $r_{PEGPREM}$), prezentate pe scurt în continuare.

Modelul 1: Metoda prețului țintă ($r_{DIVPREM}$)

Este un model ce folosește ecuația (2) pe un orizont scurt de timp. Astfel, seria infinită a fluxurilor dividendelor este trunchiata la sfârșitul anului 5, prin inserarea unei valori terminale previzionate. Principala caracteristică a acestui model este că dividendele pe acțiune previzionate de analiști în orizontul de timp analizat și prețul pe acțiune de la sfârșitul perioadei previzionate, captează așteptările pieței față de valorile lor. Formula de calcul a modelului este:

$$R_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{(dps)_t}{(1+r_{DIV})^t} + \frac{R_5}{(1+r_{DIV})^5}; \quad (3), \text{ unde:}$$

P_5 este prețul estimat în perioada $t=5$;

r_{DIV} este costul estimat al capitalului;

dps dividende pe acțiune.

Modelul 2: Metoda industriilor specifice ($r_{GLSPREM}$)

A fost introdus de Gebhardt, Lee și Swaminathan și folosește un model de evaluare a venitului rezidual, derivat din ecuația (2) într-un orizont previzionat de 12 ani. Prețul curent al acțiunii este captat de ecuația:

$$R_0 = b_0 + \sum_{t=1}^{11} \frac{((ROE)_t - r_{GLS})b_{t-1}}{(1+r_{GLS})^t} + \frac{((ROE)_{12} - r_{GLS})b_{11}}{r_{GLS}(1+r_{GLS})^{11}}; \quad (4), \text{ unde:}$$

ROE_t este rentabilitatea financiară în perioada t , calculată:

$$ROE = \frac{eps_t}{b_{t-1}};$$

eps_t este profitul pe acțiune previzionat pentru anul t ;

b_t este valoarea nominală a acțiunii pentru anul t ;

r_{GLS} este costul estimat al capitalului.

Modelul 3: Metoda orizontului finit ($r_{GORPREM}$)

Se folosesc specificațiile modelului de creștere propus de Gordon și se pleacă de la supoziția conform căreia, după orizontul de timp previzionat, rentabilitatea financiară (ROE) este convergentă cu costul capitalului. Ca și primul model, se ține cont și de faptul că dividendele previzionate de analiști pe termen scurt, dar și profiturile pe acțiuni previzionate pe termen lung captează așteptările pieței. Modelul este dat de formula:

$$R_0 = \sum_{t=1}^4 \frac{(dps_t)}{(1+r_{GOR})^t} + \frac{(eps_4)}{r_{GOR}(1+r_{GOR})^4}; \quad (5) \text{ unde:}$$

r_{GOR} este costul estimat al capitalului.

Modelul 4: Metoda de creștere economică pe scară largă ($r_{OJNPREM}$)

Spre deosebire de celelalte modele, acesta captează printr-o variabilă Y creșterea economică pe scară largă. Formula de determinare a costului capitalului este:

$$r_{OJN} = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_1}{R_0} + \left(\frac{eps_2 - eps_1}{eps_1} - (Y - 1) \right)}; \quad (6) \text{ unde:}$$

$$A = 1/2((Y - 1) + \frac{dps_1}{R_0});$$

Y este creșterea economică pe scară largă;

r_{OJN} este costul estimat al capitalului.

Modelul 5: Metoda preț-profit/rată de creștere ($r_{PEGPREM}$)

Ultimul model prezentat de Botosan și Plumlee are la bază rata de creștere preț/profit. În plus, se consideră că peste orizontul de timp previzionat, profiturile nu mai înregistrează creșteri anormale. Astfel, se impun condițiile $dps_1=0$, și $Y=1$. Aplicate ecuației (6), modelul se reduce la următoarea formulă:

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{R_0}}; \quad \text{unde:}$$

r_{PEG} este costul estimat al capitalului.

Evaluarea făcută de Botosan și Plumlee a urmărit să determine în ce măsură estimările rezultate din cele cinci modele pot fi asociate cu riscul specific al firmei într-o manieră stabilă și semnificativă. Rezultatul evaluării a fost că estimările făcute cu ajutorul modelelor $r_{DIVPREM}$ și $r_{PEGPREM}$ sunt asociate consistent și predictibil cu riscul, pe când estimările realizate cu ajutorul celorlalte modele, nu. Astfel, cele două modele menționate, față de celelalte alternative, sunt dominante.

În literatura financiară, costul capitalului mai este întâlnit și sub denumirea de costul preconizat al capitalului pentru că este un concept orientat spre viitor. Luând în considerare ecuația (2), prețul acțiunii este observabil în timp ce costul

capitalului și fluxurile de numerar viitoare, nu. În concordanță cu acest aspect, Elton (1999) argumentează empiric problematica utilizării datelor efective în determinarea primei de risc față de datele previzionate, temeiul fiind corelația slabă dintre cele două tipuri de date. Utilizând datele previzionate, se poate determina costul *ex ante* al capitalului, după modelul ecuației (2). Gode și Mohanaram (2003) merg mai departe cu argumentația și consideră că trebuie impuse două condiții: un tipar al plăților și o valoare terminală la sfârșitul perioadei previzionate, sau a tiparului de descompunere a ratei de creștere de la o perioadă de cinci ani, la o rată de creștere perpetuă. De asemenea, autorii avertizează că analiștii deși pot lua în calcul cele două condiții, nu le fac publice, forțând astfel cercetătorii să facă supoziții ad hoc. Concluzia lor, este ca modelele ce se bazează pe previziunile analiștilor trebuie să aibă în vedere un minim de condiții, și propun un astfel de model Ohlson și Juettner (2005), inclus în evaluarea de modele propusă de Botosan și Plumlee (2005).

Având în vedere previziunile analiștilor, Guay et al (2011), analizează influența erorilor din previziunile acestora asupra preciziei estimării costului capitalului și propun câteva măsuri de corectare a acestor erori. Autorii documentează empiric erori predictibile în estimarea costului capitalului cauzate de previziunile analiștilor care sunt vicioase în ceea ce privește informațiile legate de rezultatele înregistrate de acțiuni în trecut. Autorii își argumentează poziția, prin faptul că estimările costului capitalului nu sunt corelate cu rezultatele viitoare realizate. Măsurile de corectare propuse sunt aplicate prin două metode care conduc la o îmbunătățire substanțială în explicarea variației cros-sectionale a rezultatelor viitoare ale acțiunilor. În prima metodă, previziunile analiștilor sunt ajustate direct, pentru a preveni erorile predictibile. Prin a doua metodă li se acordă analiștilor un timp suplimentar pentru utilizarea în previziuni a informațiilor legate de modificările recente ale prețului acțiunilor. Mai precis, se estimează costul capitalului folosind prețul acțiunilor din urmă cu aproximativ cinci luni față de data la care sunt evaluate previziunile analiștilor. Concluzia studiului, este că ambele metode s-au dovedit a fi eficiente, dar cu precădere, prima metodă s-a dovedit a fi dominantă.

Pornind de la afirmația conform căreia estimarea costului capitalului fiind un rezultat al unui model ca multe alte modele de evaluare, este bun în limita calității datelor de intrare, Nekrasov și Ogneva (2011), dezvoltă un nou model de determinare a costului capitalului fiind nemulțumiți de sensibilitatea modelelor existente la supozițiile legate de rata de creștere a profiturilor așteptată.

3. Costul capitalului, divulgarea și asimetria informațiilor

Teoriile actuale sugerează că o divulgare mai mare de informații ar trebui să conducă la o scădere a costului capitalului, datorită asimetriei informației existente atât între companie și acționarii ei, cât și între cumpărătorii și vânzătorii de acțiuni. Kosal (2010), distinge trei tipuri de teorii care urmăresc acest fenomen. Prima categorie are în vedere riscul estimării investitorului, ce își are originea în incertitudinea investitorului legată de distribuirea profiturilor. De vreme ce incertitudinea investitorului în estimarea distribuirii profitului acțiunilor depinde de nivelul de informații disponibile, riscul estimării este mai mare în cazul firmele care pun la dispoziție mai puține informații decât în cazul celor care au mai multe informații disponibile. Astfel, pentru a compensa riscul ridicat în estimare, investitorul se așteaptă la o rată mai mare de profit, care înseamnă bunăoară, un cost al capitalului ridicat. Pe scurt, această teorie susține că divulgarea informațiilor reduce costul capitalului, prin reducerea riscului în estimările investitorului. O altă grupă de teorii, asociază legătura dintre divulgare și costul capitalului cu costul de tranzacționare și cu lichiditatea pieței. Asimetria informației aduce o creștere a costurilor de tranzacționare între cumpărătorii și vânzătorii de acțiuni, iar lichiditatea redusă este o rezultată a cererii reduse a investitorilor de acțiuni cu costuri de tranzacționare mari. Costul capitalului este mai mare, pentru că firma trebuie să acorde un discount pentru a combate ezitarea investitorilor de a deține acțiuni cu lichiditate redusă. Prin dezvăluirea de informații, asimetria se reduce iar costul capitalului înregistrează scăderi. Ultima categorie de teorii, consideră că divulgarea informației aduce o creștere în intermedierea informațiilor, care la urma lor conduc la scăderea costului capitalului. Într-o primă etapă, o divulgare mai mare, aduce după sine o creștere a interesului analiștilor ce urmăresc compania, din moment ce costul de obținere a informațiilor scade. Creșterea numărului de analiști ce urmăresc compania conduce apoi la reducerea diferențelor de informare dintre investitori. Într-o a doua etapă, diferențele informaționale reduse dintre investitori, conduc la scăderea costului capitalului. De vreme ce investitorii mai puțin informați solicită compensații suplimentare pentru pierderile așteptate din tranzacționarea cu investitorii informați, costul capitalului este mai mare pentru companiile cu un grad mai mare de informații private. Pe cale de consecință, dacă informațiile private sunt împărtășite cu larghețe, costul capitalului scade atât din cauza cerințelor crescute ale investitorilor informați cât și a reducerii compensațiilor suplimentare solicitate de investitorii neinformați (Easley și O'Hara, 2004).

O cercetare întreprinsă de Botosan și Plumlee (2002), are rezultate contrare așteptărilor. În mod normal, cu cât divulgarea crește, costul capitalului ar trebui să scadă. Se pare însă că o divulgare excesivă are însă efecte inverse. În studiu,

divulgările sunt structurate în trei categorii: raportările anuale, raportările trimestriale și alte raportări și în ultima categorie, relația cu investitorii. Astfel, Botosan și Plumlee găsesc că rapoartele anuale așa cum era de așteptat reduc costul capitalului, pe când rapoartele trimestriale au o relație pozitivă cu costul capitalului, conducând la creșterea valorii acestuia. Motivația este că divulgarea mai frecventă conduce la creșterea volatilității, iar aceasta crește costul capitalului. Chiar dacă această documentare este contrară cu teoria, autorii menționează că este conformă cu afirmațiile managerilor, care susțin că o creștere a frecvenței divulgărilor conduce la creșterea costului capitalului.

Geitzmann și Ireland (2005) realizează primul studiu care urmărește la nivelul Marii Britanii relația dintre divulgare și costul capitalului, și în același timp combat studiul realizat de Botosan și Plumlee (2002). Fără a nega relația dintre frecvența divulgării și volatilitate, consideră că studiul a fost prea restrictiv cu ceea ce înseamnă comunicările corporative. Astfel, ei structurează comunicările în două mari categorii: alegeri de politici contabile și divulgări legate de operațiunile strategice. Rezultatele lor au fost însă contrare cu Botosan și Plumlee, găsind o relație negativă între frecvența divulgărilor și costul capitalului. În plus, companiile care aleg politici contabile agresive au un cost al capitalului mai ridicat decât firmele care aleg politici mai conservatoare. Prima categorie însă, poate reduce costul capitalului prin creșterea divulgărilor.

Din perspectiva bunăstării investitorilor, se remarcă un studiu recent, realizat de Gao (2010). Pornind de la ipoteza conform căreia o mai bună calitate a divulgărilor aduce după sine și ameliorarea bunăstării investitorilor, studiul arată că această relație se confirmă doar în anumite situații. Dezvoltat într-o economie de producție, cu concurență perfectă între investitori, modelul propus de Gao demonstrează trei puncte importante: (a) costul capitalului poate crește odată cu calitatea divulgării atunci când investițiile noi sunt suficient de elastice; (b) există condiții care pot afecta negativ bunăstarea investitorilor; (c) costul capitalului poate varia în relație inversă cu bunăstarea investitorilor, pe măsură ce calitatea divulgărilor se modifică.

Un alt studiu realizat de Christensen et al (2010), sesizează că majoritatea cercetărilor recente ce urmăresc relația dintre divulgările de informații financiare și costul capitalului și-au concentrat atenția asupra costului capitalului ulterior comunicărilor de informații, denumindu-l sugestiv: costul *ex post* al capitalului. Din studiu reiese că reducerea costului *ex post* a capitalului este acoperită de o creștere egală înregistrată de costul capitalului în perioada premergătoare comunicărilor de informații și anume, a costului *pre posterior* al capitalului.

Easley și O'Hara (2004) au dezvoltat un model de mare impact în literatura financiară, în care au arătat că diferențele în compoziția informațiilor dintre publice și private afectează costul capitalului. Studiul dezvoltat de Easley și O'Hara (EO) propune și diferite căi de reducere a costului capitalului, prin alegerea de tratamente contabile, urmărirea companiei de către analiști și microstructura pieței.

Precedentele două studii, au fost analizate comparativ de către Clich și Lombardi (2011). Practic, autorii urmăresc impactul obținerii interne de informații conform modelului EO, care presupune că transferul de informații din zona publică în cea privată conduce la o creștere a costului capitalului. Modelul Chrisensen (2010) sesizează însă, că la un cost fix de obținere a informațiilor, rezultatul modelului EO este invers. Au astfel în vedere două scenarii în care modelul EO își poate menține rezultatul: (a) dacă costul de obținere este crescător pe măsura preciziei; (b) dacă beneficiile obținerii informațiilor private se referă la mai multe companii. Concluzia studiului este că modelul EO își poate menține rezultatul într-un model cu obținere internă de informații.

Botosan și Plumlee (2007), vin și confirmă empiric modelul EO, dar și un alt model, propus de Lambert et. al (2006). Rezultatele lor sunt în concordanță cu predicțiile: costul capitalului crește proporțional cu raportul dintre setul de informații private și cele publice; se reduce pe partea investitorilor informați; și nu în ultimul rând, se reduce odată cu creșterea preciziei și calității informațiilor.

În relația dintre costul capitalului și divulgările financiare, Cheng et. al (2006) au mai introdus și o altă variabilă: drepturile acționarilor. Rezultatele studiului arată că firmele care adoptă un regim de drepturi puternice pentru acționari și un nivel ridicat de transparență financiară înregistrează un cost al capitalului la un nivel semnificativ redus. În plus, ei arată că un nivel ridicat al uneia dintre variabile (fie divulgare mai mare, fie drepturi mai puternice pentru acționari) poate fi anulat de nivelul redus înregistrat de celalalt.

4. Efecte ale unor variabile diverse asupra costului capitalului

Influențele asupra costului capitalului au fost urmărite de cercetători și din perspectiva altor variabile. Astfel Ionașcu et. al (2011), analizează relația dintre politicile de guvernare corporativă și costul capitalului la nivelul companiilor românești listate, plecând de la o ipoteză lansată de Chen, Chen și Wei (2004), conform căreia din cauza unei guvernante corporative slabe din unele piețe emergente, modificarea costului capitalului nu este afectată de calitatea raportărilor financiare. Pentru determinarea costului capitalului, autorii folosesc unul dintre modelele dominante din evaluarea Botosan și Plumlee (2005), $r_{PEGPREM}$ iar rezultatele obținute arată că firmele românești cu politici de guvernare corporativă mai bune au înregistrat un cost al capitalului mai ridicat.

Din perspectiva globalizării, Stulz (1999) analizează impactul acesteia asupra costului capitalului. Rezultatele studiului empiric arată că într-adevăr, costul capitalului scade ca urmare a globalizării, dar nu într-o măsură așa mare pe cât se aștepta.

Adoptarea legii Sarbanes – Oxley (SOX), caracterizată de președintele Bush drept: „cea mai de viitor reformă în practica de afaceri din America începând de la Franklin Delano Roosevelt” a atras atenția mai multor cercetători, printre care și Chang, Fernando și Liao (2009). Ei realizează primul studiu empiric ce investighează impactul SOX asupra percepției profiturilor din piață, dar și asupra costului capitalului. După cum se știe, rolul SOX a fost de a restabili încrederea publicului în piețele financiare, prin ameliorarea calității și cantității de informații divulgate publicului. Rezultatele studiului arată că ulterior adoptării SOX, percepția pieței s-a îmbunătățit, iar costul capitalului a scăzut. În determinarea costului capitalului, autorii au folosit modelul $r_{PEGPREM}$.

În relația dintre costul capitalului și divulgările financiare, Cheng et. al (2006) au mai introdus și o altă variabilă: drepturile acționarilor. Folosind unul din cele cinci modele propuse de Botosan și Plumlee, $r_{PEGPREM}$, pentru determinarea costului capitalului, rezultatele studiului arată că firmele care adoptă un regim de drepturi puternice pentru acționari și un nivel ridicat de transparență financiară înregistrează un cost al capitalului la un nivel semnificativ redus. În plus, ei arată că un nivel ridicat al uneia dintre variabile (fie divulgare mai mare, fie drepturi mai puternice pentru acționari) poate fi anulat de nivelul redus înregistrat de celalalt.

De mare actualitate este studiul realizat de Barth et al (2011), care au analizat pentru prima oară relația dintre costul capitalului și transparența profiturilor. Rezultatul arată că o transparență mai mare a profiturilor poate fi asociată cu o reducere a costului capitalului.

5. Impactul adoptării IFRS asupra costului capitalului

Din perspectiva contabilă, interesul actual este legat de impactul adoptării IFRS (Standardelor Internaționale de Raportare Financiară) asupra costului capitalului. Majoritatea cercetărilor din zona contabilă, pornesc în analiza lor de la declarația fostului președinte al Comisiei de Supraveghere a Valorilor Mobiliare din SUA, Arthur Levitt (1998): „adevărul este că standardele contabile de înaltă calitate [...] reduc costul capitalului.”

Pornind de la această ipoteză, majoritatea cercetărilor au căutat să-i testeze validitatea. Deși în general, se poate spune că ipoteza este valabilă, totuși nu în toate cazurile rezultatele o confirmă. Pe măsură ce rezultatele diverselor studii s-au arătat a fi contradictorii, au intervenit multe alte variabile, care să determine un context în care, ipoteza să fie demonstrată într-o măsură cât mai mare.

Astfel, luând în considerare faptul ca decizia de adoptare a standardelor IFRS a vizat și multe companii care nu aveau în vedere utilizarea acestor standarde în raportările financiare, impactul acestor companii asupra ipotezei de lucru a ridicat multe probleme cercetătorilor. Drept urmare, cea mai mare parte a studiilor delimitează încă de la bun început companiile care adoptă voluntar IFRS de cele care adoptă obligatoriu.

Considerând contextul în care standardele IFRS au fost propulsate, cele mai multe studii și-au îndreptat atenția în zona Europei, ca principal izvor al fenomenului IFRS. Pentru a ține cont atât de limitarea modului de aplicare, obligatoriu sau voluntar, cât și de locație, numeroase studii au folosit ca model Germania, aceasta fiind țara care a permis adoptarea voluntară fie a standardelor IFRS, fie a US-GAAP încă din 1998. Cum alte țări, ca Marea Britanie nu au avut o astfel de opțiune, de adoptare voluntară, unele studii au folosit date din Germania pe care le-au extrapolat apoi în vederea efectuării de teste în zona Marii Britanii. Amintim în acest sens studiul Christensen et al (2007).

Hail și Leuz (2007) în cercetarea lor empirică găsesc dovezi conform cărora, toate firmele care au adoptat obligatoriu IFRS au înregistrat o scădere a costului capitalului. Totuși acest efect este de o magnitudine mică. Chiar dacă firmele care au adoptat voluntar IFRS au înregistrat efecte mai mici în anul 2005, răsplata primită din partea pieței în perioada precedentă adoptării obligatorie a fost de bun augur.

Un alt grup de autori, Daske et al (2007) urmăresc efectele adoptării voluntare a IFRS. Ca noutate, se concentrează pe eterogenitatea consecințelor economice, luând în calcul faptul că firmele se bucură de o discreție considerabilă în ceea ce privește modul de adoptare a standardelor IFRS. Pentru a ilustra aceste diferențe, firmele au fost clasificate în două categorii: (a) firme care adoptă într-o formă serioasă (b) firme care adoptă doar formal. La modul generalizat, studiul nu găsește dovezi conform cărora, firmele care adopta voluntar s-ar bucura de beneficii pe piața de capital. Conform predicțiilor însă, găsesc dovezi conform cărora firmele care adoptă într-o formă serioasă IFRS, beneficiază de o creștere a lichidității în piață și de o scădere a costului capitalului. În determinarea costului capitalului, s-au utilizat câteva modele din cele evaluate de Botosan și Plumlee (2005).

Într-un studiu empiric realizat de Siqi Li (2010), pe un eșantion de 6456 observații an-firmă rezultat de la un număr de 1084 firme din UE, din perioada 1995-2006, autoarea documentează o scădere în medie cu 0.047% a costului capitalului pentru firmele ce au adoptat obligatoriu IFRS. Mai mult, studiul arată că această scădere are loc în țările cu sisteme legale de constrângere puternice, iar în spatele scăderii costului capitalului se află o creștere a divulgărilor dar și

îmbunătățirea comparabilității. Per total, studiul arată că adoptarea obligatorie a standardelor IFRS reduce semnificativ costul capitalului, iar efectele depind în mare măsură de sistemele legale de constrângere.

Profitând de cazul special al Germaniei, Daske (2006) urmărește costul capitalului pe un eșantion de înregistrări lună-firmă, din care 13000 aparțin companiilor ce aplică GAAP locale, 4500 de observații pentru firmele ce aplică IFRS, 3000 de observații pentru companiile ce aplică US GAAP. În determinarea costului capitalului, folosește alături de altele și modelul $r_{GLSPREM}$. Contrar așteptărilor însă, studiul nu poate confirma o scădere a costului capitalului nici pentru firmele care au ales voluntar adoptarea IFRS sau a US GAAP.

Preiato et al (2009) propun un studiu de analiză a efectelor adoptării obligatorii a IFRS în UE și Australia asupra profiturilor din previziunile analiștilor. Cercetarea s-a făcut pe un eșantion de 53299 observații lună-firmă, din perioada 2002-2007. Studiul arată o scădere semnificativă a erorilor și a dispersiei în previziunile analiștilor după adoptarea obligatorie a IFRS. Drept urmare, rezultă și o creștere a calității raportărilor financiare post adoptării IFRS. Aceste beneficii depind însă așa cum arată și Siqi Li (2010) de sistemele legale de constrângere. Indirect, studiul aduce și dovezi ale scăderii costului capitalului și ale asimetriei informației ca urmare a adoptării obligatorii a IFRS.

La nivel global, Daske et al (2008) propun un studiu ce analizează consecințele economice ale adoptării obligatorii a IFRS pe un eșantion de 26 de țări. Principalele concluzii ale studiului sunt că la nivel general: lichiditatea de piață a crescut în jurul perioadei de adoptare a IFRS, iar costul capitalului s-a redus, dar numai înainte de data oficială de adoptare. Aceste consecințe apar însă doar în țările unde firmele sunt motivate să fie transparente și unde sistemul legal de constrângere este puternic. Comparând firmele care au adoptat voluntar cu cele care au adoptat obligatoriu, conform așteptărilor, efectele mai pronunțate apar la firmele care au adoptat voluntar, atât în anul când trec la IFRS cât și atunci când IFRS a devenit obligatoriu.

6. Concluzii

Prezenta lucrare și-a propus o recenzie a celor mai importante și mai actuale lucrări științifice ce urmăresc costul capitalului, rolul acestuia și posibilitățile de influențare, în vederea reducerii lui. S-a pus în discuție importanța ce o joacă în acest sens divulgarea de informații financiare ca o cale de reducere a valorii costului capitalului. S-au făcut diferențieri între informațiile de tip privat și cele publice, ce influențează asimetria informației, atât între acționari și managementul firmei, cât și dintre vânzătorii și cumpărătorii de acțiuni. Lucrarea a analizat din perspectiva cercetărilor din domeniul contabil, impactul

adoptării standardelor IFRS asupra costului capitalului. În mare majoritate, studiile fac distincție între companiile ce aplică voluntar IFRS și cele care aplică obligatoriu. Majoritatea studiilor arată o scădere a costului capitalului în special la firmele care au aplicat voluntar IFRS, și a celor care au adoptat într-o formă serioasă. Deși scăderi ale costului capitalului înregistrează și firmele care au adoptat IFRS obligatoriu, scăderea nu este semnificativă în majoritatea studiilor, deși unele arată contrar.

Mulțumiri:

Această lucrare este realizată în cadrul grantului „Beneficiile adoptării normelor IFRS: o cercetare exploratorie privind impactul internaționalizării contabilității românești asupra reducerii costului capitalului”, PNCDI II: 1840/2008/ IDEI II, finanțat de CNCSIS – UEFISCSU.

BIBLIOGRAFIE:

1. Barth M., Konchitchki Y., Landsman W.R. (2011). *Cost of Capital and Earnings Transparency*. Disponibil online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1348245;
2. Botosan C.A., Plumlee M.A.(2005). *Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium*. *The Accounting Review*, 80, 1; 21-53;
3. Botosan C.A. (2006). *Disclosure and the cost of capital: what do we know?* *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, pp. 31-40;
4. Botosan C.A., Plumlee M.A. (2007) *Are information Attributes Priced?* Disponibil online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=475222;
5. Chen K.C.W., Chen Z.H., Wei K.C.J. (2004). *Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets*, Hong Kong University of Science & Technology, http://www.accountancy.smu.edu.sg/research/seminar/pdf/kevin_chen.pdf;
6. Chang H., Fernando G.D., Liao W. (2009). *Sarbanes – Oaxley Act, perceived earnings quality and cost of capital*. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 8, No, 3, 216-231;
7. Chiapello E., Medjad K., (2009). *An unprecedented privatization of mandatory standard-setting: The case of European accounting policy*. *Critical Perspectives on Accounting*, 20, 448-468;
8. Christensen H.B., Lee E., Walker M. (2007). *Cross-sectional variation in the economic consequences of international accounting harmonization: The*

- case of mandatory IFRS adoption in UK. *International Journal of Accounting*, No.42, 341-379;
9. Christensen P.O., de la Rosa. L.E., Feltham G.A. (2010). *Information and the Cost of Capital: An Ex Ante Perspective*. *The Accounting Review*, Vol. 85, No.3, 817-848;
 10. Daske H. (2006). *Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP – Have the Expected Costs of Equity Capital really decreased?* *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.33, No 3-4, 329-373;
 11. Daske H., Hail L., Leuz C., Verdi R., (2009). *Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on the Economic Consequences*. Initiative on Global Markets, The University of Chicago, Working Paper;
 12. Daske H., Hail L., Leuz C., Verdi R., (2009). *Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions*. Working paper. Disponibil online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1502413;
 13. Easley D., O'Hara M. (2004). *Information and the cost of capital*. *Journal of Finance*, Vol. 59, No.4, 1553-1583;
 14. European Commission (EC) (2002), Regulation (EC) No.1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the Application of International Accounting Standards, Official Journal L 243, 11/09/2002;
 15. Gao P. (2010). *Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare*. *The Accounting Review*, Vol. 85, (1), 1-29;
 16. Geitzmann M., Ireland J. (2005). *Cost of Capital, Strategic Disclosure and Accounting Choice*. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, (3-4), 599-634;
 17. Gode D., Mohanram P., (2003). *Inferring the Cost of Capital using the Ohlson-Juettner Model*. *Review of Accounting Studies*, 8, 399-431;
 18. Guay W. Kothari S.P., Shu S., (2011). *Properties of implied cost of equity capital using analysts' forecasts*. *Australian Journal of Management*. Aug.2011, No.34, 2; 125-149;
 19. Hail L., Leuz C. (2006). *International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?* Wharton Financial Institutions Center. Disponibil Online: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0406.pdf>;
 20. Hail L., Leuz C. (2007). *Capital Market Effect of Mandatory IFRS Reporting in the EU: Empirical Evidence*. Working Paper. Disponibilă online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1511671;

21. Ionașcu I., Olimid L., Ionașcu M., Calu D.A. (2011). *Efectul politicilor de guvernare corporativă asupra reducerii costului capitalului pentru companiile românești cotate*. Audit Financiar, Nr.2, 12-17;
22. Kosal Ly (2010). *Investor relations level and cost of capital: evidence from Japanese firms*. Asia –Pacific Journal of Business Administration, Vol.2, No.1, 88-104;
23. Levitt A., (1998). *The importance of high quality accounting standards*, Accounting Horizons, 12, 79-82;
24. Nekrasov A., Ogneva M. (2011). *Using earnings forecasts to simultaneously estimate firm-specific cost of equity and long-term growth*. Review of Accounting Studies, Vol.16, No.3, 414-457;
25. Ohlson J., Juettner-Nauroth B. (2003). *Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value*, Review of Accounting Studies, Vol.10, No 2-3, 349-365;
26. Preiato J., Brown Ph., Tarca A. (2009). *IFRS adoption, analysts and institutional setting*. Disponibil online: http://www.afaanz.org/openconf/2009/modules/request.php?module=oc_program&action=view.php&id=66;
27. Siqi Li (2010). *Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?* The Accounting Review, Vol.85, No.2, 607-636;
28. Stulz R. (1999). *Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7021.