

**UNIVERSITATEA „BABEȘ-BOLYAI”
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
CATEDRA DE FINANȚE**

Rezumatul tezei de doctorat:

**EFECTELE CONDIȚIILOR DE PIAȚĂ ASUPRA
STRUCTURII CAPITALULUI ENTITĂȚILOR
ECONOMICE**

Coordonator științific:

Prof. univ. dr. Ioan Nistor

Doctorand:

Gabriela Mihalca (căs. Bredea)

2011

CUPRINSUL REZUMATULUI TEZEI DE DOCTORAT

Cuprinsul tezei de doctorat	3
Cuvinte cheie.....	6
Introducere.....	7
Prezentarea sintetică a capitolelor tezei de doctorat	10
Concluzii și perspective ale cercetării.....	28
Referințe bibliografice.....	32

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

Lista figurilor

Lista tabelelor

Abrevieri

Introducere

Motivația și importanța cercetării

Cap 1. Teorii clasice și moderne ale structurii capitalului

1.1 Teorema lui Modigliani-Miller (1958)

1.1.1 Propoziția I a teoremei lui Modigliani și Miller (irelevanța structurii capitalului)

1.1.2 Propoziția II a teoremei lui Modigliani și Miller

1.2 Teoria echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile datorate lipsei de faliment (engl. trade-off theory)

1.2.1. Sistemul fiscal

1.2.2 Costurile cauzate de lipsa de lichidități (costurile de faliment)

1.2.3. Evidențe empirice ale teoriei echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile de faliment

1.3 Teoria ierarhizării surselor de finanțare (engl. pecking order theory) (Myers, 1984. Myers & Majluf, 1984)

1.3.1 Aspecte teoretice și practice privind teoria ierarhizării surselor de finanțare.

1.3.2 Teoria echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile datorate lipsei de faliment vs teoria ierarhizării surselor de finanțare

1.4 Teoria de agent (engl. agency theory) (Jensen & Meckling, 1976)

1.4.1 Conflictele dintre acționari și manageri

1.4.2. Conflictele dintre creditorii și acționari

1.5 Teoriile privind corelația dintre structura capitalului întreprinderilor și piața factorilor de producție, respectiv cea a produselor și mărfurilor (engl. capital structure and factor – product markets)

1.5.1 Aspecte teoretice privind corelația dintre structura capitalului întreprinderilor și piața factorilor de producție, respectiv cea a produselor și mărfurilor

1.5.2 Evidențe empirice privind corelația dintre structura capitalului întreprinderilor și piața factorilor de producție, respectiv cea a produselor și mărfurilor

1.6 Teoria sincronizării cu piața (engl. market timing theory)

1.7 Concluzii privind teoriile structurii capitalului

Cap. 2 Factorii de influență și modele ale structurii capitalului validate empiric

2.1 Prezentare de ansamblu și clasificarea factorilor determinanți ai structurii capitalului

2.2 Factorii externi de influență ai structurii capitalului

2.2.1 Cadrul instituțional

2.2.2 Factorii macroeconomici

2.3 Factorii de influență ai structurii capitalului specifici întreprinderilor

2.3.1 Factorii specifici întreprinderii de natură exogenă

2.3.1.1 Ratingul creditului

2.3.1.2 Valoarea de piață a întreprinderilor

2.3.2 Factori specifici întreprinderilor de natură endogenă

2.3.2.1 Profitabilitatea

2.3.2.3 Ponderea activelor tangibile în total active

2.3.2.4 Oportunitățile de dezvoltare ale întreprinderilor

2.3.2.5 Alți factori interni specifici întreprinderilor

2.4 Modele ale structurii capitalului validate empiric

2.4.1 Modele validate pe piața americană

2.4.2 Modele validate pe piețele țărilor dezvoltate

2.4.3 Modele validate pe piețele din Asia

2.4.4 Modele validate pe piețele în curs de dezvoltare

2.4.5 Studii privind structura capitalului entităților economice românești

2.5 Concluzii privind factorii de influență ai structurii capitalului întreprinderilor românești

Cap. 3 Finanțarea entităților economice de pe piața financiară

3.1 Structura și funcțiile pieței financiare

3.2 Piața financiară din România

3.2.1 Componentele pieței financiare din România

3.2.2 Finanțarea entităților economice de pe piața monetară

3.2.3 Piața de capital din România

3.2.3.1 Evoluția pieței de capital

3.2.3.2 Finanțarea entităților economice de pe piața de capital

3.3.3.1 Comportamentul de sincronizare cu piața al entităților economice listate la Bursa de Valori București

Cap. 4 Deciziile de finanțare ale întreprinderilor din România: abordări teoretice și practice

4.1 Caracterizarea surselor de finanțare

4.2 Eșantionului de date și caracterizarea acestuia

4.3 Structura capitalului întreprinderilor

4.3.1 Variația valorii medii a gradului de îndatorare

4.3.2 Analiza gradului de îndatorare din perspectiva teoriei echilibrării

4.4 Influența condițiilor macroeconomice asupra structurii capitalului întreprinderilor

4.5 Influența factorilor specifici întreprinderilor asupra deciziei de finanțare

4.6 Rezultate empirice privind investigarea factorilor determinanți ai structurii capitalului

4.6.1 Metodologia de studiu

4.6.2 Rezultate empirice

4.6.2 Rezultate empirice privind influența domeniilor de activitate asupra structurii capitalului entităților economice

4.6.3 Comportamentul de ajustare a ratei îndatorării la rata țintă a îndatorării

Concluzii și perspective ale cercetării

Referințe bibliografice

Anexe

CUVINTE CHEIE

structura capitalului, rata țintă a îndatorării, teoria ierarhizării surselor de finanțare, sincronizarea cu piața, factori de influență ai structurii capitalului specifici întreprinderii, modele cu date de tip panel, metoda generalizată a momentelor

INTRODUCERE

Structura capitalului vizează tipurile de finanțare pe termen lung utilizate de către întreprinderi (de exemplu, profitul reinvestit, acțiunile și datoriile pe termen lung) și modul în care acestea se finanțează printr-o combinație a capitalului propriu și a datoriilor.

O structură optimă a capitalului implică luarea unor decizii importante privind maximizarea valorii întreprinderilor de către managerii acestora. Aceste decizii însă nu sunt importante doar pentru maximizarea valorii întreprinderilor, ci și pentru impactul pe care îl au asupra capacității întreprinderilor de a face față competiției existente pe piață. O structură optimă a capitalului ar trebui să asigure acționarilor câștiguri mai mari decât cele pe care le-ar dobândi de la o entitate economică finanțată în întregime din capitaluri proprii.

În încercarea de a explica modul în care întreprinderile își finanțează activele și factorii care influențează aceste decizii de finanțare, au fost propuse de-a lungul timpului o serie de teorii și modele ale structurii capitalului. Aceste teorii și modele încearcă să explice procentajul datoriilor și a capitalului propriu regăsite în bilanțul întreprinderilor.

Dintre teoriile structurii capitalului care s-au impus de-a lungul timpului, teorema lui Modigliani și Miller (1958) poate fi considerată punctul de plecare al explicării structurii capitalului, cu toate că ulterior s-a dovedit a fi un model pur teoretic fără o fundamentare empirică solidă (Ross, Westerfield & Jaffe, 1993). Ideea de bază a acestei teorii clasice este că în absența fiscalității și pe o piață perfectă, valoarea unei întreprinderi nu este influențată de modul în care aceasta este finanțată.

Teoriile structurii capitalului dezvoltate ulterior, respectiv teoria echilibrării (engl., *trade-off theory*), teoria ierarhizării surselor de finanțare (engl., *pecking order theory*), teoria de agent (engl., *agency theory*), teoria sincronizării cu piața (engl., *market timing theory*), au

demonstrat însă că o întreprindere își poate schimba valoarea de piață și rata creșterii economice prin modificarea raportului optim dintre capitalurile proprii și datorii. Aceste teorii moderne ale structurii capitalului iau în considerare, în stabilirea structurii optime a capitalului, impozitele, costurile datorate lipsei de lichidități, costurile de agent, asimetria de informații, efectele imperfecțiunilor pieței și constrângerile instituționale (Baker & Wurgler, 2002; Jensen & Meckling, 1976; Modigliani & Miller, 1963; Myers, 1984).

Stadiul actual al cercetării consacrată structurii capitalului poate fi descris prin afirmația lui Myers (2001): „nu există o teorie universală a alegerii structurii capitalului și nici un motiv de a se aștepta elaborarea unei astfel de teorii” (pag. 1). O teorie general valabilă a structurii optime a capitalului nu este posibilă din cauza multitudinii și a complexității factorilor care explică modul de finanțare al întreprinderilor.

În literatura de specialitate, factorii determinanți ai structurii capitalului au fost grupați în două mari categorii (Hermanns, 2006): (1) factori externi reprezentați de condițiile economice specifice fiecărei țări în care își desfășoară activitatea entitățile economice și (2) factori specifici întreprinderilor ce înglobează anumite performanțe ale acestora. Dintre factorii externi care explică diferențele apărute între structura capitalului întreprinderilor din diferite țări, cei mai importanți sunt factorii macroeconomici (creșterea economică, nivelul inflației și rata medie a dobânzii). Factorii interni, specifici întreprinderilor, sunt reprezentați de profitabilitatea, tangibilitatea activelor, mărimea întreprinderilor, oportunitățile de dezvoltare, costurile de faliment ale întreprinderilor, etc.

Factorii determinanți ai structurii capitalului au fost incluși în modele econometrice care au fost validate empiric pe piețele de capital din diferite țări, devenind consacrate. Aceste modele statistice consacrate (Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, & Maksimovic, 2001; De Miguel & Pindado, 2000; Rajan & Zingales, 1995) au postulat existența unor diferențe între comportamentul de finanțare al întreprinderilor din țările dezvoltate și cele în curs de dezvoltare, diferențe explicate de natura corelațiilor dintre factorii specifici întreprinderilor și gradul de îndatorare al întreprinderilor (Booth et al. 2001; Chen, 2004).

Deși câteva studii recente s-au focalizat pe validarea empirică a modelelor structurii capitalului pe piețe de capital din țări diferite, acestea sunt puține și problematice. Cauza acestor probleme a fost, în primul rând, relaționată cu faptul că factorii determinanți ai structurii capitalului pot fi măsurați prin mai multe variabile și poate fi aleasă cea variabilă care nu e cea mai potrivită scopului urmărit. În al doilea rând, este extrem de dificil să fie identificate acele variabile care să măsoare factorii determinați ai structurii capitalului, dar care să nu depindă de alți factori de interes. Mai specific, o variabilă cuprinsă în modelul structurii capitalului poate reprezenta mai mulți factori de influență ai structurii capitalului. În ultimul rând, întrucât variabilele utilizate sunt reprezentări imperfecte ale trăsăturilor teoretice măsurate, utilizarea acestor variabile în analiza de regresie duce la apariția unor erori de măsurare în model.

Interesul pentru validarea unui model econometric adaptat la piața de capital din România a constituit cadrul de start al demersului propus de noi în lucrarea de față.

Scopul studiului de față este acela de a identifica factorii determinanți ai structurii capitalului întreprinderilor din România cotate la Bursa de Valori București (BVB) și RASDAQ, de a elabora un model econometric ce include acești factori și de a-l valida pe piața de capital din România. Analiza întreprinsă de noi a căutat să valideze ipotezele acelor teorii ale structurii capitalului care explică cel mai bine comportamentul de finanțare al întreprinderilor din România și diferențele privind deciziile de finanțare specifice întreprinderilor din economiile dezvoltate versus cele în curs de dezvoltare.

PREZENTAREA SINTETICĂ A CAPITOLELOR TEZEI DE DOCTORAT

Lucrarea este structurată pe patru capitole, dintre care primele două sunt dedicate fundamentării teoretice, iar ultimele două cuprind studiile empirice întreprinse în scopul validării unui model econometric pentru piața de capital românească.

În *primul capitol*, pe lângă clarificările conceptuale operate, sunt trecute în revistă principalele teorii ale structurii capitalului, atât cele clasice (teorema lui Modigliani și Miller), cât și cele moderne (teoria echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile de faliment, teoria ierarhizării surselor de finanțare, teoria de agent, teoria sincronizării cu piața).

Prima teorie a structurii capitalului, *teorema lui Modigliani și Miller (1958)* se bazează pe două propoziții, cea dintâi vizează irelevanța structurii capitalului, iar cea de-a doua se referă la influența pe care structura capitalului o are asupra costului capitalului propriu. Conform primei propoziții a teoremei, autorii au indicat că valoarea de piață a întreprinderii este independentă de structura capitalului, mai exact valoarea de piață este constantă indiferent de ponderea datoriilor și a capitalului propriu. Ipotezele de la care au plecat autorii au vizat inexistența costurilor de faliment și a costurilor cauzate de lipsa de lichidități, faptul că toate întreprinderile se presupun a fi în aceeași clasă de risc și că piața de capital este lipsită de oscilații, etc.

Conform propoziției II a teoremei lui Modigliani și Miller, costul mediu ponderat al capitalului unei întreprinderi nu variază odată cu raportul datoriei/capitaluri proprii (nu este influențat de gradul de îndatorare).

Trebuie menționat faptul că cele două propoziții ale teoremei lui Modigliani și Miller (1958) sunt greu de testat empiric în mod direct, dar pot fi demonstrate într-o serie de

contexte specifice. Conform celor două propoziții, modul de finanțare nu afectează valoarea întreprinderii, dar după cum însuși Miller (1989) afirma “arătând ceea ce nu contează, poți arăta de fapt, prin implicație, ceea ce contează” (pag. 10).

Una dintre teoriile moderne ale structurii capitalului prezentată în capitolul întâi este *teoria echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile de faliment (trade-off theory)*, care a apărut ca urmare a criticilor aduse teoremei lui Modigliani și Miller. Prin adăugarea impozitului pe profit la propoziția inițială privind irelevanța structurii capitalului (teorema lui Modigliani & Miller, 1963), teoria echilibrării creează un avantaj fiscal al finanțării cu datorii. Întrucât maximizarea valorii întreprinderilor reprezintă o funcție liniară (de gradul întâi) și nu există costuri compensatorii ale capitalurilor împrumutate, finanțarea întreprinderilor ar trebui să se realizeze doar din capitaluri împrumutate. Pentru a se evita această măsură extremă, este nevoie de anumite costuri ale capitalului împrumutat, iar cele mai indicate în acest sens ar fi costurile de faliment (Frank & Goyal, 2005).

Teoria echilibrării raportului dintre avantajele fiscale din îndatorare și costurile de faliment postulează că o întreprindere se va împrumuta până în punctul în care valoarea marginală a reducerii la impozitul pe dobânzi pentru împrumuturile contractate este echilibrată de creșterea valorii actualizate a costurilor de faliment (Myers, 2001).

Kraus și Litzenberger (1973) au elaborat o versiune clasică a teoriei echilibrării, conform căreia gradul de îndatorare optim reflectă un echilibru între avantajele fiscale ale datoriilor și costurile de faliment. Autorii au inclus impozitele corporative și costurile de faliment într-un model utilizat pentru un interval de timp specific (de ex., un an) pe o piață de capital și au arătat că valoarea de piață a unei întreprinderi îndatorate este egală cu valoarea de piață a unei societăți neîndatorate la care se adaugă valoarea actualizată a reducerii la impozitul pe dobânzi din care se scade valoarea actualizată a costurilor de faliment.

Analizând teoria echilibrării, Myers (1984) a precizat că o întreprindere care urmează ipotezele teoriei echilibrării își fixează o rată țintă a îndatorării spre care tinde. Această rată țintă a îndatorării este determinată prin echilibrarea costurilor de faliment cu avantajele obținute din reducerea impozitului pe venitul din dobânzi.

Ulterior, Frank și Goyal (2005) au precizat că pentru atingerea ratei țintă a îndatorării se urmează două faze. În prima fază, intitulată *teoria statică a echilibrării*, o întreprindere urmează ipotezele teoriei menționate dacă gradul de îndatorare al acesteia este determinat într-un interval de timp specific (de ex., într-un an) de echilibrarea avantajului fiscal al capitalurilor împrumutate prin costurile de faliment irecuperabile. În cea de-a doua fază, numită *teoria dinamică a echilibrării* (comportament de ajustare la rata țintă), o întreprindere etalează un comportament de ajustare a ratei îndatorării la rata țintă a îndatorării, dacă respectiva întreprindere are un nivel țintă al gradului de îndatorare și încearcă să atingă gradual acest nivel.

Teoria ierarhizării surselor de finanțare (pecking order theory), elaborată de Myers (1984) și Myers și Majluf (1984), încearcă să capteze costurile asimetriei de informații. Asimetria de informații se referă la faptul că investitorii nu cunosc adevărata valoare a activelor și a oportunităților de dezvoltare ale întreprinderii și, ca urmare, nu pot evalua acțiunile emise de întreprindere pentru a finanța noile investiții.

Myers și Majluf (1984) au precizat că, atunci când investitorii sunt mai puțin informați decât managerii în legătură cu valoarea activelor întreprinderii, capitalurile proprii ar putea fi subevaluate de către piață (subinvestite). Dacă întreprinderile sunt nevoite să finanțeze noile proiecte prin emisiunea de acțiuni, subevaluarea poate fi atât de mare, încât noii investitorii vor obține o valoare mai mare a acțiunilor decât valoarea actualizată netă a noului proiect rezultând astfel o pierdere netă pentru acționarii existenți. În acest caz, proiectul de investiții va fi refuzat chiar dacă valoarea sa actualizată netă este pozitivă. Această problemă a subinvestiției poate fi evitată în situația în care întreprinderea utilizează alte surse de finanțare ce nu sunt puternic subevaluate de către piață. În această categorie a surselor de finanțare intră fondurile interne, împrumuturile

fără risc și chiar împrumuturile puțin riscante. Myers (1984) a considerat că utilizarea surselor de finanțare mai puțin subevaluate de către piață se încadrează în *teoria ierarhizării* conform căreia întreprinderile preferă mai întâi, pentru finanțarea investițiilor, resursele interne, iar apoi capitalurile împrumutate cu risc scăzut și doar ca ultimă variantă capitalurile proprii.

Teoriile descrise anterior se bazează pe premisa că interesele managerilor financiari ai întreprinderilor și cele ale acționarilor sunt perfect aliniate, iar luarea deciziilor de finanțare se face întotdeauna în interesul acționarilor existenți. Jensen și Meckling (1976) au argumentat însă că aceste ipoteze sunt neverosimile sub aspect teoretic și imposibil de testat empiric. Autorii au susținut că între manageri și acționari există o relație de tip *agent*, conform căreia managerii ca agenți ai acționarilor (numiți și *principali*) sunt nevoiți să acționeze în interesul acestora. Însă managerii nu acționează întotdeauna în interesul acționarilor, ci urmăresc o serie de beneficii private cum ar fi: salarii mai mari decât cele existente pe piață, câștiguri suplimentare, siguranța locului de muncă și, în cazuri extreme, atragerea de active sau cash-flow-uri. Acționarii pot descuraja asemenea transferuri de valoare prin diferite mecanisme de monitorizare și control, inclusiv prin supervizarea managerilor. Întrucât aceste mecanisme sunt costisitoare și determină o scădere a veniturilor întreprinderilor, monitorizarea perfectă a managerilor rămâne un deziderat irealizabil. Jensen și Meckling (1976) au definit cheltuielile de monitorizare ale managerilor, cheltuielile legate de obligațiile agentului și de pierderile reziduale *costuri de agent*. Aceste costuri de agent generate practic de conflictele de interese apărute la nivelul întreprinderii determină structura capitalului întreprinderii și sunt explicate de *teoria de agent* (engl., *agency theory*).

O teorie a structurii capitalului apărută mai recent, este *teoria sincronizării cu piața* (engl., *market timing theory*). Sintagma de sincronizare cu piața utilizată în finanțele întreprinderii se referă la practica societăților de a emite acțiuni la un preț ridicat și de a le răscumpăra la un preț mic. Întrucât acționarii existenți sunt cei care beneficiază de această practică pe cheltuiala noilor acționari, managerii trebuie să sincronizeze comportamentul de finanțare al întreprinderii cu piața când urmăresc interesele vechilor

acționari (Baker & Wurgler, 2002). În acest context, Baker și Wurgler (2002) au studiat factorii determinanți ai structurii capitalului și în ce măsură sincronizarea cu piața influențează structura capitalului întreprinderilor. Autorii au utilizat raportul valoare de piață/valoare contabilă (engl., *market-to-book ratio*) pentru a evalua oportunitățile de sincronizare cu piața și au concluzionat că societățile neîndatorate sunt acelea care emit acțiuni atunci când acestea sunt evaluate de către piață la valori ridicate. Cu alte cuvinte, tendința întreprinderilor de a emite mai multe acțiuni decât împrumuturi atunci când valoarea de piață a acțiunilor este ridicată are o influență durabilă asupra structurii capitalului. Societățile îndatorate sunt acelea care emit acțiuni atunci când acestea sunt evaluate pe piață la un preț scăzut.

Ca și o concluzie a capitolului întâi, am creionat implicațiile practice, punctele tari și punctele slabe ale principalelor teorii ale structurii capitalului (vezi tabelul 1).

Tabelul 1: Teoriile structurii capitalului

<i>Teoria</i>	<i>Implicații practice</i>	<i>Puncte tari</i>	<i>Puncte slabe</i>
Teorema lui Modigliani și Miller (Modigliani & Miller, 1958)	- gradul de îndatorare al unei întreprinderi nu influențează valoarea ei de piață - costul mediu ponderat al capitalului unei întreprinderi nu este influențat de gradul de îndatorare	- este cel mai important exemplu din teoria finanțării întreprinderilor (Ross et al., 1993) - reprezintă punctul de plecare în elaborarea teoriilor moderne ale structurii capitalului	- nu ia în considerare impozitele, costurile de faliment și alte costuri de agent (Stiglitz, 1969) - nu face diferență între persoanele fizice și cele juridice în ceea ce privește îndatorarea
Teoria echilibrării (Kraus & Litzenberger,	- întreprinderile „tinere” cu posibilități mari de dezvoltare și cu o pondere mare de active circulante, dar	- stabilirea unei rate țintă a îndatorării în funcție de avantajele și dezavantajele finanțării cu capitaluri	- rata țintă a îndatorării este greu de stabilit în practică - rezultatele statistice

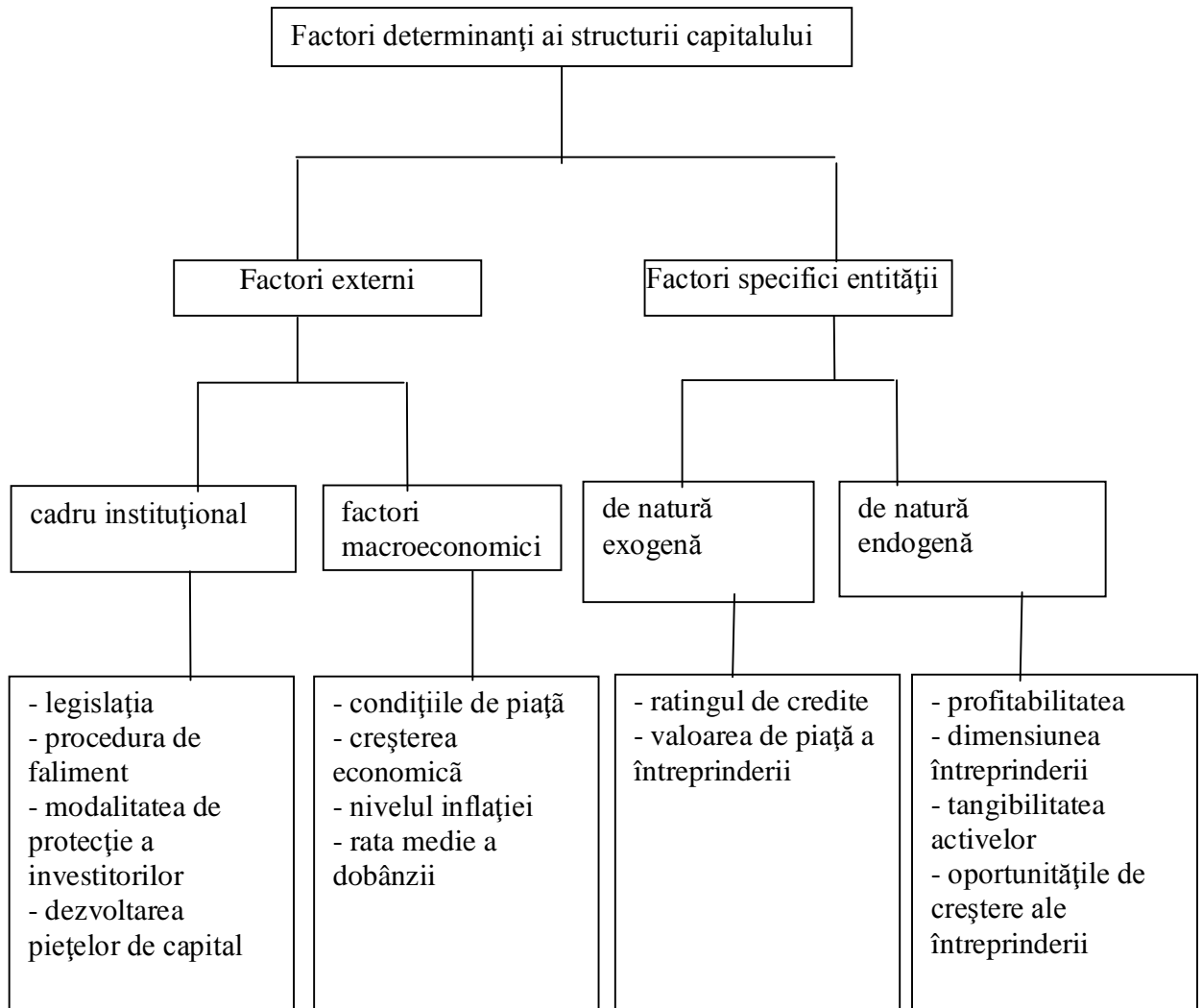
1973)	și cele mai puțin profitabile, cu o pondere mare de active circulante → grad mic de îndatorare - întreprinderile mari și sigure, cu cash-flow-uri stabile și cu o pondere mare de active imobilizate corporale → grad mare de îndatorare (Myers, 2003)	împrumutate - încercarea managerilor de a restabili structura optimă a capitalului atunci când întreprinderile se abat de la rata țintă a îndatorării	compatibile cu teoria echilibrării pot fi compatibile și cu alte teorii ale structurii capitalului - există multe întreprinderi de succes sau profitabile care dispun de rate mici ale îndatorării (Myers, 2003)
Teoria ierarhizării surselor de finanțare (Myers, 1984, Myers & Majluf, 1984)	- întreprinderile mari și profitabile au un grad mic de îndatorare	- arată în ce mod asimetria de informații afectează finanțarea întreprinderilor (Myers, 2001) - oferă o explicație inteligibilă pentru gradul de îndatorare mic al întreprinderilor profitabile	- nu poate explica de ce deciziile financiare nu sunt capabile să evite consecințele financiare ale informațiilor suplimentare pe care le dețin managerii (Myers, 2003) - pleacă de la premisa că interesele managerilor și ale acționarilor sunt perfect aliniate
Teoria de agent (Jensen & Meckling, 1976)	- gradul de îndatorare este direct proporțional cu valoarea firmei, cu probabili-	- explică comportamentul de finanțare al întreprinderilor când interesele managerilor	- abordează teme foarte diferite, determinând astfel obținerea unor

	<p>tatea de apariție a incapacității de plată, cu cash-flow-urile disponibile și cu reputația managerială (Harris & Raviv, 1990; Stulz, 1990).</p> <p>- gradul de îndatorare este invers proporțional cu oportunitățile de dezvoltare și cu probabilitatea de reorganizare a întreprinderilor în urma incapacității de plată (Harris & Raviv, 1990)</p>	<p>și cele ale acționarilor nu sunt perfect aliniate</p> <p>- oferă explicații numeroaselor reglementări instituționale întâlnite în practică: drepturile de monitorizare, dreptul la replică, obligațiile contractuale în cazul creditării (Hax, Hartmann-Wandels & von Hinten, 1988)</p>	<p>rezultate parțial controversate care nu pot explica structura capitalului întreprinderilor</p> <p>- nu oferă recomandări practice</p>
<p>Teoria sincronizării cu piața (Baker & Wurgler, 2002)</p>	<p>- ajustarea ratei îndatorării este rezultatul modificării valorii de piață a capitalurilor proprii</p> <p>- întreprinderile își sincronizează emisiunile de noi acțiuni cu condițiile de piață</p>	<p>- demonstrează că factorii macro-economi și cei specifici pieței de capital influențează structura capitalului entităților economice cotate la bursă</p>	<p>- nu definește o structură optimă a capitalului</p> <p>- nu există suficiente studii empirice care să valideze ipotezele acestei teorii (Frank & Goyal, 2004)</p>

Pe baza teoriilor structurii capitalului, cercetătorii din domeniu au identificat o serie de factori determinanți ai structurii capitalului pe care i-au introdus în modele econometrice. Factorii determinanți ai structurii capitalului și cele mai importante modele elaborate pe baza acestora sunt prezentați în *capitolul 2* al lucrării de față. Urmând abordarea propusă

de Hermanns (2006), am clasificat factorii care influențează structura capitalului întreprinderilor în două mari categorii: (1) factori externi și (2) factori specifici întreprinderii/entității economice (vezi Figura 1).

Figura 1: Factorii determinanți ai structurii capitalului



(Sursa: Hermanns, J. 2006: 166)

O parte din factorii determinanți ai structurii capitalului, prezentați în figura 1, au fost incluși în diferite modele econometrice. Cu scopul de a surprinde diferențele care apar între țările dezvoltate și țările în curs de dezvoltare în ceea ce privește deciziile de

finanțare ale întreprinderilor, am grupat modelele econometrice ale structurii capitalului în cinci categorii: (1) modele validate pe piața americană, (2) modele validate pe piețele țărilor dezvoltate, (3) modele validate pe piețele din Asia, (4) modele validate pe piețele în curs de dezvoltare și (5) modele validate pe piața de capital din România.

Trebuie menționat că majoritatea studiilor privind structura capitalului au fost realizate pe economia americană, ele reprezentând punctul de plecare pentru celelalte cercetări efectuate pe alte piețe decât cea americană. Structura capitalului întreprinderilor din țările dezvoltate este similară cu cea din S.U.A. și susține ipotezele teoriilor moderne ale structurii capitalului (teoria echilibrării, teoria ierarhizării), diferențele apărând la țările în curs de dezvoltare și la cele asiatice. Mai specific, entitățile economice din aceste țări urmează o așa-zisă „nouă teorie a ierarhizării“ (Chen, 2004; Delcours, 2007) caracterizată prin finanțarea entităților economice din profit nerepartizat, capitaluri proprii și în cele din urmă, din datorii pe termen lung. Aceste diferențe sunt determinate de condițiile de piață diferite pentru țările dezvoltate și cele în curs de dezvoltare.

În ceea ce privește deciziile de finanțare ale întreprinderilor din România, majoritatea studiilor realizate în acest sens investighează deciziile de finanțare ale entităților economice din țările în curs de dezvoltare, unde este inclusă și România (De Haas & Peeters, 2004; Klapper, Sarria – Allende & Sulla, 2002).

Rezultatele studiilor privind factorii determinanți ai structurii capitalului întreprinderilor din România și natura corelațiilor dintre acești factori și gradul de îndatorare sunt prezentate în tabelul 2.

Tabelul 2: Studii privind factorii de influență ai structurii capitalului întreprinderilor din România

Studii	Perioada de timp	Eșantion	Influența factorilor determinanți asupra gradului de îndatorare					
			<i>prof</i>	<i>tang</i>	<i>vech</i>	<i>mărime</i>	<i>dezv</i>	<i>var venit</i>
Klapper și colab. (2002)	1999	25.535 (IMM)	-.***	-.***	-.**	+***	+***	
De Haas & Peters (2004)	1993-2001	24.007	-.***	-.***	+***			
Nivorozhkin (2005)	1997-2001	2477	-.***	-.***	-.***	+**		+**
Dragotă și colab. (2008)	1997-2005	43-60 listate la BVB	-.*	-.*		+*	-.*	

(i) *prof* reprezintă profitabilitatea întreprinderilor și a fost calculată ca raport dintre rezultatul din exploatare și total active; (ii) *tang* reprezintă tangibilitatea activelor calculată ca și raport dintre activele imobilizate și total active; (iii) *vech* reprezintă vechimea întreprinderii și a fost măsurată prin numărul de ani care au trecut de la înființarea întreprinderii; (iv) *mărime* reprezintă mărimea întreprinderii calculată ca logaritmul natural din cifra de afaceri; (v) *oportunitățile de dezvoltare* sunt calculate ca și rată a creșterii cifrei de afaceri sau ca raport valoare de piață/valoare contabilă; (vi) *var venit* se calculează ca și abatere standard a veniturilor din exploatare; (vii) +, - reprezintă o corelație pozitivă, respectiv negativă între gradul de îndatorare și factorii determinanți ai structurii capitalului; (viii) ***, **, * reprezintă pragurile de semnificație de 1%, 5%, respectiv 10%.

Studiile realizate pe întreprinderile din România, ale căror rezultate sunt prezentate în tabelul 2, au arătat că gradul de îndatorare al întreprinderilor din România este mai mic decât cel al întreprinderilor din țările dezvoltate și că factorii determinanți ai structurii capitalului semnificativi din punct de vedere statistic sunt: profitabilitatea, tangibilitatea,

mărima întreprinderii, oportunitățile de dezvoltare, vechimea întreprinderii și variabilitatea veniturilor.

De asemenea, studiile privind structura capitalului întreprinderile românești sunt realizate până în anul 2005 și, ca urmare, se impune realizarea unui studiu mai recent care să surprindă deciziile de finanțare ale entităților economice din România și după anul 2005.

Investigațiile din **capitolul 3** se axează pe examinarea influenței pieței de capital asupra structurii capitalului întreprinderilor românești. În lipsa datelor privind raportul valoare de piață/valoare contabilă (care reflectă oportunitățile de sincronizare cu piața), în acest capitol am recurs la o analiză descriptivă a comportamentului de sincronizare cu piața al întreprinderilor din România prin compararea indicelui PER (engl., *price-earnings ratio*) mediu al Bursei de Valori București (BVB) cu numărul de societăți listate la BVB care au derulat operațiuni de majorare de capital prin noi aporturi în numerar în perioada 2000-2009. Indicele PER se calculează ca și raportul dintre prețul unei acțiuni la bursă și profitul pe acțiune obținut de emitentul acțiunii respective și reprezintă numărul de ani în care este recuperată investiția realizată din beneficiile nete ale întreprinderii emitente. Indicele PER oferă, de asemenea, o imagine de ansamblu despre cât de corect este evaluată o întreprindere pe piață. Prin calcularea coeficientului de corelație liniară între indicele PER și numărul de societăți care au realizat majorare de capital prin aport în numerar, se observă o corelație pozitivă puternică între cele două mărimi, ceea ce denotă existența unui comportament de sincronizare cu piața în ceea ce privește deciziile de finanțare ale societăților românești listate la BVB. În ciuda rezultatului obținut, considerăm că sunt necesare mai multe dovezi empirice pentru a valida teoria sincronizării cu piața în cazul întreprinderilor din România.

Capitolul 4 al lucrării evaluează impactul factorilor determinanți ai structurii capitalului asupra gradului de îndatorare al întreprinderilor românești cotate la BVB prin utilizarea și estimarea unui model de regresie cu date de tip panel. În scopul validării modelului de regresie având ca și variabilă dependentă gradul de îndatorare, am utilizat date financiare de la 109 societăți între anii 2004-2008.

Gradul de îndatorare total al întreprinderilor românești (calculat ca și raport dintre datorii totale și datorii totale plus capitaluri proprii și ca raport dintre datorii totale și active totale) are o valoare de 35%, mult mai mică decât în țările dezvoltate (66% pentru țările din G7) și puțin mai mică decât cea din țările în curs de dezvoltare (51%). Gradul de îndatorare total diferă în funcție de domeniul de activitate al întreprinderii (de ex., comerț/servicii, construcții, transport, industrie, etc.) și de structura acționariatului (de ex., societăți care au câte un acționar ce deține mai mult de 50% din acțiunile societăților, societăți care nu au nici un acționar care să dețină mai mult de 50% din acțiuni, dar au unul sau mai mulți acționari ce dețin între 25%-50% din acțiunile societății și societăți cu acționari care dețin mai puțin de 25% din acțiunile societății). *Valoarea medie a gradului de îndatorare* pe termen lung (calculat ca și raport dintre datorii pe termen lung și datorii plus capitaluri proprii) de 10% este, de asemenea, mult sub media țărilor dezvoltate (41% - Rajan & Zingales, 1995) și puțin mai mică decât cea a țărilor în curs de dezvoltare (22% - Booth et al., 2001).

Valorile mici ale gradelor îndatorării ale întreprinderilor din România pot fi explicate, în principal, de factorii macroeconomici din România (perioada 2004-2008) și anume: (a) o creștere economică pozitivă ce a favorizat emisiunea de noi acțiuni ca și metodă de finanțare, întrucât valoarea de piață a acestora este sporită în perioadele de avânt economic, (b) inconsistența inflației ce determină creșterea riscului în afaceri și a probabilității de insolvență a întreprinderilor, prin urmare acestea vor alege ca surse de finanțare capitalurile proprii și (c) o rată a dobânzii de referință ridicată ce determină un cost ridicat al capitalurilor împrumutate și orientarea întreprinderilor spre alte surse de finanțare, respectiv surse proprii de finanțare sau emisiunea de noi acțiuni.

Între anii 2004-2008 se observă diferențe mari între gradele de îndatorare ale diferitelor societăți, ceea ce denotă faptul că structura capitalului întreprinderilor românești este influențată într-o proporție mare de factorii specifici întreprinderilor (ex., profitabilitate, mărimea întreprinderii, tangibilitate, etc.). Pe baza rezultatelor obținute anterior în literatura de specialitate (pentru țările din sud-estul Europei și România) și a

disponibilității datelor pentru România, în capitolul 4, am analizat influența profitabilității, mărimii întreprinderilor, tangibilității activelor și a oportunităților de dezvoltare asupra gradului de îndatorare total și al celui pe termen lung al entităților economice românești.

Profitabilitatea (Prof) este variabila explicativă menționată atât de teoria echilibrării, cât și de cea a ierarhizării surselor de finanțare. Pornind de la asumțiile acestor teorii și urmând procedeul lui Rajan și Zingales (1995) și a lui Nivorozhkin (2005), am calculat variabila profitabilitate ca raport dintre rezultatul din exploatare și total active ($Prof_t = Rezultat\ din\ exploatare_t / Total\ active_t$).

Un alt factor important de influență menționat în majoritatea studiilor din domeniul structurii capitalului (Diamond, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Mazur, 2007) este *mărimea întreprinderii (Marime)*. În România, mărimea întreprinderilor poate fi măsurată atât prin numărul de angajați, cât și prin cifra de afaceri. Întrucât cifra de afaceri este o măsură mai potrivită pentru obiectivul nostru, în lucrarea de față mărimea întreprinderii este calculată ca și logaritmul natural din cifra de afaceri ($Marime_t = \ln(CA_t)$).

Un alt factor specific determinant al structurii capitalului întâlnit în multe studii (Cornelli, Portes, Shaffer, 1998; Nivorozhkin, 2002; Daskalakis & Psillaki, 2008) este reprezentat de *tangibilitatea activelor (Tang)*, calculată ca raport dintre activele imobilizate corporale și total active ($Tang_t = Active\ imobilizate_t / Active\ totale_t$). Activele tangibile pot fi utilizate ca și garanții în cazul împrumuturilor, ceea ce sugerează existența unei corelații pozitive între tangibilitate și gradul de îndatorare al întreprinderilor (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988).

Conform teoriei echilibrării, întreprinderile cu *oportunități mari de dezvoltare (Dezv_t)* se împrumută mai puțin decât întreprinderile cu o pondere mare de active corporale în total active, întrucât oportunitățile de dezvoltare nu se pot utiliza ca și garanții pentru

împrumuturi (Myers, 2003). În lipsa datelor privind valoarea de piață a întreprinderilor românești care ne-ar permite să calculăm raportul valoare de piață/valoare contabilă, am urmat modelul folosit de Chen (2004) și am utilizat ca și măsură pentru oportunitățile de dezvoltare raportul dintre creșterea cifrei de afaceri și creșterea activelor totale ($Dezv_t = (\ln CA_t - \ln CA_{t-1}) / (\ln Active\ totale_t - \ln Active\ totale_{t-1})$).

Utilizând factorii specifici întreprinderilor menționați anterior, am elaborat un model de regresie având ca și variabile dependente gradul de îndatorare total și cel pe termen lung. Modelul de regresie utilizat este un model dinamic “two-way” cu *date de tip panel*, întrucât analizăm comportamentul de finanțare al întreprinderilor românești din eșantion (N=109) pe o perioadă de 5 ani (T = 5). În general, un modelul dinamic presupune utilizarea lag-ului de ordinul întâi al variabilei dependente în calitate de variabilă explicativă. În cazul modelului nostru dinamic, am eliminat variabila *Dezv* (oportunitățile de dezvoltare), întrucât coeficientul pentru această variabilă nu este semnificativ din punct de vedere statistic.

Modelul dinamic cu date de tip panel utilizat are următoarea formă finală:

$$GI_{it} = c + aGI_{t-1} + b_1 Pr of_{it} + b_2 Marime_{it} + b_3 Tang_{it} + \mu_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

cu $i = 1, 2, \dots, 109$. $t = 1, 2, \dots, 5$.

Variabila dependentă GI_{it} reprezintă una dintre cele trei variabile dependente, respectiv gradul de îndatorare total calculat ca și raport dintre datoriile totale și activul propriu, gradul de îndatorare total calculat ca și raport între datoriile totale și activul propriu și gradul de îndatorare pe termen lung calculat ca și raport între datoriile pe termen lung și activul propriu. GI_{it-1} este lag-ul de ordinul întâi al variabilei dependente.

μ_i reprezintă efectele aleatoare specifice fiecărei întreprinderi, η_t reprezintă efectele fixe specifice timpului (acele variabile macroeconomice care influențează structura capitalului întreprinderilor), iar ε_{it} reprezintă variabila reziduală.

O problemă a modelelor dinamice este legată de faptul că unele variabile explicative nu sunt strict exogene (sunt endogene). Aceasta înseamnă că anumite șocuri de pe piață care

influențează gradul de îndatorare al întreprinderilor afectează și unele variabile explicative. În acest caz, soluția pentru endogeneitatea variabilelor explicative este utilizarea unor variabile instrumentale pentru lag-ul variabilei dependente și pentru variabilele explicative endogene (Bond, 2002). Variabilele instrumentale sunt acele variabile corelate cu variabilele explicative care influențează variabila dependentă doar prin efectul lor asupra variabilelor independente și nu sunt corelate cu reziduurile.

Întrucât în cazul modelului nostru, perioada pentru care s-au adunat date este una limitată (5 ani) comparativ cu numărul de întreprinderi cuprinse în eșantion (109), am aplicat strategia referitoare la modelele dinamice propusă de Arellano și Bond (1991). Această strategie implică utilizarea variabilelor instrumentale obținute din condițiile de ortogonalitate care există între lag-urile variabilelor independente și erori. Mai specific, lag-urile de ordinul doi ale variabilelor explicative sunt utilizate ca variabile instrumentale (De Miguel & Pindado, 2001).

În plus, strategia propusă de Arellano și Bond (1991) presupune utilizarea diferențelor de ordinul întâi pentru a elimina efectele neobservabile specifice întreprinderilor, iar aplicarea acestui estimator pentru datele noastre a determinat obținerea rezultatelor prezentate în tabelul 3.

Tabelul 3: Rezultatele estimării modelului dinamic

Variabila dependentă: Gradul de îndatorare total (raportul dintre datoriile totale și datoriile totale plus capitaluri proprii)

Variabile independente	Coefficienții estimați
Profitabilitatea	-0,463* (0.000)
Mărimea întreprinderii	0,078* (0.000)
Tangibilitatea	-0,383* (0.000)
Rata îndatorării (-1)	0,364* (0.004)
Wald (7) (i)	81,04 (0.000)
Numărul instrumentelor folosite	12
Numărul observațiilor (ii)	327

Notă: În paranteză sunt prezentate probabilitățile aferente testului t. * Semnificativ cu 1% probabilitate.

(i) Testul Wald este un test, cu o distribuție χ^2 , al semnificației de ansamblu a parametrilor modelului cu ipoteza nulă a lipsei corelației între coeficienți.

(ii) Numărul observațiilor a scăzut de la 505 la 327 însemnând că au fost utilizate ca și instrumente lag-urile variabilelor explicative până la ordinul 2.

Pe baza rezultatelor obținute putem afirma că, corelația dintre *profitabilitate* și gradul de îndatorare total este negativă și statistic semnificativă. Coeficientul obținut pentru variabila profitabilitate sugerează faptul că la o creștere cu 10 puncte procentuale a profitabilității întreprinderilor românești cotate la BVB se asociază o scădere cu aproximativ 5 puncte procentuale a gradului de îndatorare total. Corelație negativă dintre profitabilitate și gradul de îndatorare total sprijină ipoteza *teoriei ierarhizării surselor de finanțare* conform căreia întreprinderile profitabile utilizează mai puțin capitalurile împrumutate pentru finanțare, întrucât au la dispoziție mai multe resurse interne pe care le pot utiliza ca surse de finanțare (Myers & Majluf, 1984).

O altă explicație pentru corelația negativă dintre profitabilitate și gradul de îndatorare total poate fi oferită de *noua teorie a ierarhizării* (Chen, 2004), conform căreia, în țările în curs de dezvoltare, băncile oferă întreprinderilor împrumuturi pe termen scurt și, ca urmare, acestea din urmă sunt nevoite să apeleze la emisiunea de noi acțiuni pentru finanțarea investițiilor. Întrucât în aceste țări legislația privind protecția acționarilor este insuficientă, managerii preferă ca și sursă de finanțare profitul nerepartizat, acesta reprezentând cea mai rapidă metodă de finanțare.

Între *mărimea întreprinderii* și gradul de îndatorare total există o corelație pozitivă și semnificativă din punct de vedere statistic, indicând faptul că întreprinderile mari sunt mult mai diversificate și mai puțin supuse riscului de a intra în faliment. Prin urmare aceste întreprinderi pot recurge mai ușor la contractarea de împrumuturi pentru finanțare. Valoarea coeficientului obținut pentru variabila mărimea întreprinderii arată că o creștere de 10% a mărimii întreprinderii este urmată de o creștere de aproximativ un punct procentual a ratei îndatorării.

În plus, rezultatele indică faptul că întreprinderile românești cu o proporție mare de active imobilizate corporale în total active au o rată a îndatorării mai mică, astfel că la o creștere

cu 10 puncte procentuale a *tangibilității activelor* are loc o scădere cu aproximativ 4 puncte procentuale a gradului de îndatorare total. Acest rezultat contrazice, atât ipotezele teoriei echilibrării, conform căreia activele imobilizate corporale sunt utilizate ca și garanții ale împrumuturilor, cât și rezultatele obținute pentru țările dezvoltate ce relevă o corelație pozitivă între tangibilitatea activelor și gradul de îndatorare (Rajan & Zingales, 1995; Titmann & Wessels, 1988). În schimb, rezultatul obținut pentru întreprinderile din eșantionul nostru în ceea ce privește corelația negativă între tangibilitatea activelor și gradul de îndatorare total este în concordanță cu datele prezentate pentru țările în curs de dezvoltare (Booth et al., 2001; Nivorozhkin, 2005). În aceste țări, utilizarea activelor corporale ca și garanție a împrumuturilor este limitată de o serie de factori cum ar fi: sisteme legislative subdezvoltate și ineficiente sau piețele secundare nelichide.

Un alt obiectiv al lucrării de față a vizat analizarea factorilor de influență ai gradului de îndatorare pe termen lung al întreprinderilor românești cuprinse în eșantion. Ipoteza de la care am pornit este că natura corelației dintre factorii specifici întreprinderilor și gradul de îndatorare pe termen lung va fi diferită de cea dintre factorii determinanți ai structurii capitalului și gradul de îndatorare total al întreprinderilor românești.

Tabelul 4 prezintă rezultatele estimării modelului pentru variabila dependentă *gradul de îndatorare pe termen lung* al întreprinderilor românești cuprinse în eșantion.

Tabelul 4: Rezultatele estimării modelului dinamic

Variabila dependentă: Gradul de îndatorare pe termen lung

Variabile independente	Coefficienții estimați
Profitabilitatea	-0,018 (0.841)
Mărimea întreprinderii	-0,043** (0.04)
Tangibilitatea	0,111** (0.042)
Oportunitățile de dezvoltare	0,001 (0.55)
Rata îndatorării (-1)	0,517* (0.000)
Wald (8) (i)	38,07 (0.000)
Numărul instrumentelor folosite	13
Numărul observațiilor (ii)	327

Notă: În paranteză sunt prezentate probabilitățile aferente testului t. * Semnificativ cu 1% probabilitate. ** Semnificativ cu 5% probabilitate

(i) Testul Wald este un test, cu o distribuție χ^2 , al semnificației de ansamblu a parametrilor modelului cu ipoteza nulă a lipsei corelației între coeficienți.

(ii) Numărul observațiilor a scăzut de la 505 la 327 însemnând că au fost utilizate ca și instrumente lag-urile variabilelor explicative până la ordinul 2.

După cum se poate observa în tabelul 4, rezultatele au indicat că, pentru gradul de îndatorare pe termen lung, coeficienții pentru mărimea întreprinderii și tangibilitatea activelor sunt semnificativi din punct de vedere statistic. Valoarea coeficientului obținut pentru variabila mărimea întreprinderii arată că o creștere cu 10% a mărimii întreprinderii este urmată de o scădere de aproximativ o jumătate de punct procentual a ratei îndatorării pe termen lung. Pe de altă parte, la o creștere cu 10 puncte procentuale a *tangibilității activelor* are loc o creștere cu un punct procentual a gradului de îndatorare pe termen lung a întreprinderilor românești cuprinse în eșantion.

Diferențele care apar între natura corelației dintre factorii determinanți și gradul de îndatorare pe termen lung și cea dintre factorii determinanți și gradul de îndatorare total al întreprinderilor românești sunt relaționate cu variabilele *mărimea întreprinderii* și *tangibilitatea activelor*. Mai exact, coeficientul pentru mărimea întreprinderii este pozitiv și semnificativ pentru gradul de îndatorare total și negativ pentru gradul de îndatorare pe termen lung, în timp ce coeficientul pentru tangibilitatea activelor este negativ pentru gradul de îndatorare total și pozitiv pentru gradul de îndatorare pe termen lung. Aceasta înseamnă că întreprinderile mari cotate la BVB preferă pentru finanțare împrumuturile pe termen scurt în detrimentul celor pe termen lung, iar atunci când întreprinderile utilizează împrumuturile pe termen lung pot utiliza ca și garanții activele imobilizate corporale.

Faptul că prelucrarea datelor colectate pentru întreprinderile românești cuprinse în eșantion a necesitat utilizarea unui model dinamic poate fi explicat și prin încercarea întreprinderilor de a atinge structura optimă a capitalului, adică acea structură care maximizează valoarea întreprinderilor. Astfel, întreprinderile românești își ajustează rata îndatorării la rata țintă a îndatorării, iar acest proces este unul dinamic și implică anumite costuri de ajustare. Costurile de ajustare reprezintă, de fapt, viteza cu care întreprinderile ating rata țintă a capitalului. Întreprinderile cotate la BVB utilizează costuri de ajustare

atunci când hotărăsc să ajusteze rata îndatorării perioadei anterioare la rata țintă a îndatorării pentru perioada curentă, dar aceste costuri nu sunt foarte mari. Ca urmare, viteza de ajustare spre rata țintă a îndatorării este relativ mare în cazul întreprinderilor românești. O posibilă explicație pentru această viteză mare de ajustare este dată de costurile mari datorate îndepărtării de la rata țintă a îndatorării și implicit, încercării de a atinge cât mai repede această rată țintă a îndatorării.

CONCLUZII ȘI PERSPECTIVE ALE CERCETĂRII

Schimbările de la nivelul teoriilor structurii capitalului au fost determinate de încercările cercetătorilor din domeniu de a găsi o structură optimă a capitalului entităților economice. După apariția teoriei irelevanței structurii capitalului a lui Modigliani și Miller (1958), cercetările în domeniu s-au axat pe elaborarea unor teorii și modele a căror asumție de bază este aceea că, doar în condițiile în care se ține cont de existența impozitelor, a costurilor de faliment și a asimetriei de informații, structura capitalului este relevantă pentru valoarea întreprinderii.

Analiza teoriilor și modelelor structurii capitalului, realizată în capitolul 1 al lucrării, relevă faptul că nu există o teorie universal valabilă a structurii capitalului, ci se remarcă coexistența acestora. Considerăm că toate teoriile și modelele menționate sunt utile pentru explicarea anumitor aspecte legate de comportamentul de finanțare al întreprinderilor. Modelele prezentate conțin factorii determinanți ai structurii capitalului, factori care diferă de la o țară la alta în funcție de caracteristicile economiei de piață a fiecărei țări (valoarea activelor imobilizate, mărimea întreprinderii, oportunitățile de creștere ale întreprinderii, profitabilitatea)

Unificarea modelelor într-o teorie universal valabilă, deși dezirabilă, este încă departe de a fi întrezărită (Myers, 2001), din cauza diferențelor care apar între diferite țări, și în

cadrul aceleași țări între diferite întreprinderi, relativ la factorii determinați ai structurii capitalului.

Testarea empirică a teoriilor structurii capitalului pornindu-se de la factorii determinanți ai acesteia, prezentată în partea a doua a lucrării, a condus la rezultate diferite și contradictorii explicate tocmai de diferențele, sub aspect economic, ce apar între diferite țări și în cadrul aceleași țări între diferite întreprinderi. De exemplu, deciziile de finanțare ale unei întreprinderi pot fi compatibile cu una din teorii, cu două dintre acestea sau chiar cu niciuna din teoriile structurii capitalului.

De asemenea, cercetările din domeniu au dus la obținerea unor rezultate compatibile cu ipotezele uneia din teoriile structurii capitalului, chiar dacă deciziile de finanțare ale întreprinderilor au fost generate de o altă teorie (Frank & Goyal, 2005). Întreprinderile analizează o serie de factori de influență ai structurii capitalului și în funcție de aceștia stabilesc o structură optimă a proporției de capitaluri împrumutate și capitaluri proprii regăsite în situațiile lor financiare.

Conform rezultatelor obținute de majoritatea studiilor consacrate structurii capitalului, se poate afirma că profitabilitatea reprezintă cel mai important factor de influență al structurii capitalului întrucât în funcție de natura corelației dintre acesta și rata îndatorării întreprinderii putem respinge sau accepta prezența uneia din cele două teorii ale structurii capitalului: teoria echilibrării (corelație pozitivă - Myers, 2003) sau teoria ierarhizării surselor de finanțare (corelație negativă - Myers & Majluf, 1984). Referitor la ceilalți factori determinați ai structurii capitalului, în majoritatea studiilor este relevată o tendință de creștere a gradului de îndatorare odată cu creșterea mărimii întreprinderii, a oportunităților ei de dezvoltare și a ponderii activelor corporale în total active (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988).

În ceea ce privește comportamentul de finanțare al întreprinderilor românești, putem afirma că acestea apelează într-o mai mică măsură la finanțarea prin datorii, întrucât gradul de îndatorare total (35%) și gradul de îndatorare pe termen lung (10%) sunt mult

mai mici decât în țările dezvoltate și chiar mai mici decât celelalte țări în curs de dezvoltare. Factorii specifici întreprinderii care influențează gradul de îndatorare total al întreprinderilor românești sunt profitabilitatea, mărimea întreprinderii și tangibilitatea activelor. Corelația dintre profitabilitate și gradul de îndatorare total este negativă și statistic semnificativă. Această corelație susține ipotezele teoriei ierarhizării surselor de finanțare conform căroră întreprinderile profitabile utilizează mai puțin capitalurile împrumutate, întrucât au la dispoziție mai multe resurse interne pe care le pot utiliza. În ceea ce privește coeficientul pentru mărimea întreprinderii, acesta este pozitiv și puternic semnificativ pentru gradul de îndatorare total și negativ pentru gradul de îndatorare pe termen lung, indicând faptul că întreprinderile românești mari au un acces mai bun la contractarea împrumuturilor, întrucât au o reputație mai bună și o mai mică probabilitate de a intra în faliment. Referitor la tangibilitatea activelor, coeficientul pentru această variabilă este negativ și semnificativ din punct de vedere statistic pentru gradul de îndatorare total și pozitiv pentru gradul de îndatorare pe termen lung, sugerând faptul că întreprinderile listate la BVB utilizează activele corporale ca și garanții doar pentru împrumuturile pe termen lung.

Pe baza rezultatelor obținute referitoare la corelațiile dintre gradul de îndatorare și factorii specifici întreprinderilor, putem afirma că, dintre teoriile structurii capitalului, *noua teorie a ierarhizării* (Chen, 2004) este cea care fundamentează comportamentul de finanțare al întreprinderilor românești cotate la BVB. Conform acestei teorii, întreprinderile se finanțează, mai întâi, din profitul nerepartizat, mai apoi din capitalurile proprii și în ultimă instanță din împrumuturi.

Rezultatele obținute, privind măsura în care întreprinderile din România încearcă să atingă rata țintă a îndatorării, au relevat faptul că viteza de ajustare spre rata țintă a îndatorării este destul de mare în cazul entităților economice românești, sugerând că abaterea de la rata țintă a îndatorării este costisitoare pentru aceste entități economice.

Concluzionând, lucrarea de față realizează o analiză detaliată a comportamentului de finanțare al întreprinderilor din România, extinzând perioada de analiză surprinsă de

studiile anterioare. Cu toate că unele întrebări au rămas fără răspuns și că mai multe întrebări au fost generate, lucrarea de față se constituie într-un prim studiu realizat pe România care validează *noua teorie a ierarhizării* pentru comportamentul de finanțare al întreprinderilor listate la bursă și care include în modelul dinamic utilizat, pe lângă factorii specifici întreprinderilor, factori macroeconomici operaționalizați prin efectele specifice timpului.

Lucrarea de față are și câteva limite, acestea vizând lipsa de date mai recente (anii 2009 și 2010) și includerea în model a unei variabile care să surprindă influența crizei financiare din 2008 asupra deciziilor de finanțare ale entităților economice din România. De mare interes ar fi realizarea unui studiu privind comportamentul de finanțare al întreprinderilor, evaluat cu ajutorul unor chestionare trimise managerilor acestor societăți.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

- Altman, E.I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy costs question. *Journal of Finance*, vol. 39: 1067-1089.
- Andrade, G. & Kaplan, S.N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance*, vol.53: 1443-1493.
- Andrei, T & Burbonnais, R. (2008). *Econometrie*. Editura Economică. București.
- Antoniou, A. Guney, Y. Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 43 (1): 59-92.
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, vol. 58: 277-297.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, vol. 57: 1-32.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data – third edition*. Editura John Wiley & Sons. Anglia.
- Bancel, F. & Mittoo, U. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: A survey of European firms. *Financial Management*, vol. 33: 103-132.
- Barclay, M. Smith, C. Watts, R. (1995). The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, winter: 4-19.
- Barton, S. Hill, N. Sundaram, S. (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure. *Financial Management*, vol. 18: 36-44.
- Bătrâncea, I. Dumbravă, P. Bătrâncea, L. (2006). *Bilanțul entității economice*. Editura Alma Mater. Cluj-Napoca.
- Bhargava, A. Franzini, L. Narendranathan, W. (1982). Serial Correlation and the Fixed Effects Model. *Review of Economic Studies*, vol.49: 533-549.
- Bond, S. (2002). *Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice*. Centre for Microdata Methods and Practice. Institute for Fiscal Studies.

- Booth, L. Aivazian, V. Demircuc-Kunt, A. Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, vol. 56: 87-130.
- Bradley, M. Jarrell, G. Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, vol. 39: 857-878.
- Brander, J. A. & Lewis, T. R. (1986). Oligopoly and financial structure: the limited liability effect. *American Economic Review*, vol. 30: 833-849.
- Brennan, M. J. & Schwartz, E. S. (1984). Optimal financial policy and firm valuation. *Journal of Finance*, vol. 39: 593-607.
- Brennan, M. J. & Kraus, A. (1987). Efficient financing under asymmetric information. *Journal of Finance*, vol. 42: 1225-1243.
- Bronars, S. G. & Deere, D. R. (1991). The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholders wealth. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106: 231-254.
- Buiga, A. Parpucea, I. Dragoș, C. Lazăr, D. (2008). *Statistică descriptivă*. Editura Mediamira. Cluj-Napoca.
- Campello, M. (2003). Capital structure and product markets interactions: Evidence from business cycles. *Journal of Financial Economics*, vol. 68: 353-378.
- Cavanaugh, J. K. & Garen, J. (1997). Assets specificity, unionization and firm's use of debt. *Managerial and Decisions Economics*, vol. 18: 255-269.
- Cespedes, J. Gonzalez, M. Molina, C. (2008). Ownership concentration and the determinants of capital structure in Latin America. working paper.
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, vol. 57: 1341-1351.
- Chen, L. & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*, vol.3: 253-266.
- Chevalier, J. (1995a). Capital structure and product-market competition: Empirical evidence from the supermarket industry. *American Economic Review*, vol. 85: 415-435.
- Choe, H. Masulis, R. Nanda, V. (1993). Common stock offerings across the business cycles: theory and evidence. *Journal of Empirical Finance*, vol. 1: 1-31.

- Copeland, T. Weston, F. (1992). *Financial theory and corporate policy – third Edition*. Editura Addison-Wesley. California.
- Cornelli, F. Portes, R. Schaffer, M. (1996). The capital structure of firms in Central and Eastern Europe. CEPR Discussion Paper nr. 1392.
- Daskalakis, N. & Psillaki, M. (2008). Do country or firms factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, vol. 18: 87-97.
- Deesomsak, R. Paudyal, K. Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Multinational Financial Management*, vol. 14: 387-405.
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, vol. 16: 400-415.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, vol. 54: 295-336.
- De Angelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, vol. 8: 3-29.
- De Bie, T. & De Haan, L. (2007). Market timing and capital structure: evidence for dutch firms. *De Economist*, vol 155(2): 183-206.
- De Haas, R. & Peeters, M. (2004). The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. EBRD Working Paper No. 87, pag.32.
- De Jong, A. Kabir, R. Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, vol.32: 1954-1969.
- De Miguel, A. & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7: 77-99.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, vol. 51 (3): 393-414.
- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debts. *Journal of Political Economy*, vol.99: 689-721.

- Dragotă, M. Dragotă, V. Obreja Braşoveanu, L. Semenescu, A. (2008). Capital structure determinants: a sectorial analysis for the Romanian listed companies. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, vol. 1-2: 155-172.
- Dragotă, V. (2003). *Politica de dividend*. Editura All Beck. Bucureşti.
- Drobetz, W. Pensa, P. Wöhle, C. (2004). Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung. *Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum*. Universität Basel. Abteilung Corporate Finance: 1-47.
- Drobetz, W. & Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure. *Applied Financial Economics*, vol. 16: 941-958.
- Du, J. & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures: evidence from East Asian economies. *Corporate Governance*, vol.13: 60-71.
- Elliot, W. Koeter-Kant, J. Warr, R. (2008). Market timing and the debt-equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17: 175-197.
- Fabozzi, F. (2005). Financial markets and instruments. *Handbook of finance*, vol. 1, Wiley Publishing House.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, vol. 53: 819-843.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, vol.15: 1-33.
- Fătu, S. (1998). *Piaţa românească de capital privată din interior*. Editura Vox. Bucureşti.
- Firth, M. (1995). The impact of institutional stockholders and managerial interests on the capital structure of firms. *Managerial and Decision Economics*, vol.16 (2): 167-175.
- Fischer, E. Heinkel, R. Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: theory and tests. *Journal of Finance*, vol. 44: 19-40.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 67: 217-248.
- Frank, M. & Goyal, V. (2003b). Capital structure decisions. AFA 2004 San Diego Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=396020> or DOI: 10.2139/ssrn.396020.

- Frank, M. & Goyal, V. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, vol. 1: 47-55.
- Frank, M. & Goyal, V. (2005). Trade-off and pecking order theories of debt. *The Handbook of Empirical Corporate Finance, Elsevier Science*.
- Friend, I. & Lang, L. (1988) .An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, vol.43: 271-281.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, vol.11 (1): 51-69.
- Glazer, J. (1994). The strategic effect of long-term debt in imperfect competition. *Journal of Economic Theory*, vol. 62: 428-443.
- Graham, J. R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, vol. 41: 41-73.
- Graham, J. R. & Harvey, C. (2001). The Theory and practice of corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, vol. 60: 187-243.
- Graham, J. R. & Harvey, C. (2002). How do CFO's make capital budgeting and capital structure decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15 (1): 8-23.
- Grossman, S. & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, vol. 94: 691-719.
- Hackbarth, D., Miao, J., Morellec, E. (2006). Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*, vol. 82: 519-550.
- Hall, G., Hutchinson, P., Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SMEs capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, vol.7: 297-312.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance*, vol. 45: 321-349.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, vol. 46: 297-355.
- Harris, D. & Matyas, L. (1999). Introduction to the Generalized Methods of Moments Estimation. *Generalized Method of Moments Estimation*. Editura Cambridge University, pag. 1-28.

- Hatzinikolaou, D., Katsimbris, G., Noulas, A. (2002). Inflation uncertainty and capital structure: Evidence from a pooled sample of the Dow-Jones industrial firms. *International Review of Economics and Finance*, vol. 11: 45-55.
- Hax, H., Hartmann-Wendels, T., von Hinten, P. (1988). Moderne Entwicklung der Finanzierungstheorie. *Finanzierungshandbuch*. Editura Christians, pag.: 689-712.
- Heinkel, R. & Zechner, J. (1990). The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.25: 1-24.
- Helwege, J. & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 40: 429-458.
- Hermanns, J. (2006). *Optimale Kapitalstruktur und Market Timing*. Editura DUV. Germania.
- Hirshleifer, D. & Thakor, A. V. (1989). Managerial reputation, project choice and debt. Working paper. Anderson Graduate School of Management at UCLA.
- Hovakimian, A., Opler, T., Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.36: 1-24.
- Hovakimian, A. (2006). Are observed capital structures determined by equity market timing?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41: 221-243.
- Huang, R. & Ritter, J. (2005). Testing the market timing theory of capital structure. University of Florida working paper.
- Huang, G. & Song, F. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review*, vol. 17: 14-36.
- Istaitieh, A. & Rodriguez-Fernandez, J. M. (2002). Stakeholder theory, market structure, and firm's capital structure: an empirical evidence. working paper.
- Istaitieh, A. & Rodriguez-Fernandez, J. M. (2006). Factor-products markets and firm's capital structure: a literature review. *Review of Financial Economics*, vol. 15: 49-75.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 2: 305-360.
- Jensen, M. (1976). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76: 323-339.

- Kane, A., Marcus, A., McDonald, R. (1984). How big is the tax advantage to debt?. *Journal of Finance*, vol. 39: 841-853.
- Kayhan, A. & Titman, S. (2007). Firms histories and their capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 83: 1-32.
- Kester, W. C. (1986). Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, vol.15: 5-16.
- Klapper, L., Sarria – Allende, V., Sulla, V. (2002). Small- and medium- size enterprise financing in Eastern Europe. World Bank policy research working paper.
- Korajczyk, R. A. & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, vol.68: 75-109.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, vol. 28, 911-922.
- Kremp, E., Stoess, E., Gerdesmeier, D. (1999). Estimation of a debt function: evidence from French and German firm panel data. *Corporate finance in Germany and France*. SSRN working paper.
- Lambrecht, B. M. (2001) .The impact of debt financing on entry and exit in a duopoly. *Review of Financial Studies*, vol. 14, 765-804.
- La Porta, R. (1996). Expectations and the cross section of stock returns. *Journal of Finance*, vol 51, 1715-1742.
- Leland, H. (1994). Corporate debt value, bond covenants and optimal capital structure. *Journal of Finance*, vol.49: 1213-1252.
- Long, M. & Malitz, E. (1985). Investment patterns and financial leverage. *Corporate Capital Structures in the United States*. Editura Inventory of Chicago, Chicago.
- Lucas, D. & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance*, vol 37: 121-144.
- MacKie-Mason, J. K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance*, vol. 45: 1471-1493.
- Madura, J. & Fox, R. (2007). *International Financial Management*. Editura Thomson. Londra.

- Maghyereh, A. (2004). The capital structure choice and financial market liberalization: a panel data analysis and GMM estimation in Jordan. *Applied Econometrics and International Development*, vol. 4-2: 69-90.
- Mahajan, A. & Tartaroglu, S. (2008). Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, vol. 32: 754-766.
- Maksimovic, V. (1988). Capital structure in repeated industries. *Journal of Economics*, vol. 19: 389-407.
- Maksimovic, V. & Titman, S. (1991). Financial policy and reputation for product quality. *Review of Financial Studies*, vol. 4: 175-200.
- Marsh, P. R. (1982). The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance*, vol. 37: 121-144.
- Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, vol. 13: 495-514.
- McClure, K., Clayton, R., Hofler, R. (1999). International capital structure differences among the G7 nations: a current empirical view. *The European Journal of Finance*, vol.5: 141-164.
- Menendez, E. J. (1997). Explaining firm capital structure from product and labour markets: The Spanish evidence. working paper.
- Mihalca, G. (2007). The determinants of capital structure: a literature review. *The proceedings of the international conference Competitiveness and European integration*, pag.100-105.
- Mihalca, G. (2008). The determinants of capital structure: evidence from Romanian market. *Revista Română de Statistică*, Special issue, pag. 1-12.
- Mihalca, G. Antal R. (2009). An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Romanian market. *The ISI proceedings of the XIII International conference Applied Stochastic Models and Data Analysis*, pag. 109-114.
- Mihalca, G. & Nistor, I. (2009). Capital structure decisions of the Romanian firms. *Studia Universitatis Babeş-Bolyai Oeconomica*, vol. 2: 129-137.
- Mihalca, G. (2010). Testing the impact of the determinants of capital structure for Romanian-listed firms. *Economie Teoretică și Aplicată*, Supliment: 546-553.

- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, vol. 32: 261-275.
- Mills, G. T. (1996). The impact of inflation on capital budgeting and working capital. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol.9: 79-87.
- Myers, S. (1977). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, vol.5: 147-175.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39: 575-592.
- Myers, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15: 81-102.
- Myers, S. (2003). Financing of corporations. *Handbooks of the Economics of Finance*, vol. 1A: 216-253.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*, vol. 48: 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, vol. 53: 433-443.
- Nicolescu, O. (2001). *Managementul întreprinderilor mici și mijlocii*. Editura Economică. București.
- Nistor, E. I. (2004). *Teorie și practică în finanțarea întreprinderii*. Casa Cărții de Știință. Cluj-Napoca.
- Nivorozhkin, E. (2002). Capital structures in emerging stock markets: the case of Hungary. *The Developing Economies*, vol. XL-2: 166-187.
- Nivorozhkin, E. (2004). The dynamics of capital structure in transition economies. *Economics of Planning*, vol. 37: 25-45.
- Nivorozhkin, E. (2005). Financing choices of firms in EU accession countries. *Emerging Markets Review*, vol.6: 138-169.
- Opler, T. & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance*, vol 49: 1015-1040.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 28:175-198.

- Petersen, M. A. & Rajan, R. (1997). Trade credit: theory and evidence. *Review of Financial Studies*, vol. 103: 661-691.
- Phillips, G. M. (1992). Financial slack, refinancing decisions and firms competition. working paper.
- Phillips, G. M. (1995). Increased debt and industry product markets: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 37: 189-238.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from International Data. *Journal of Finance*, vol. 50: 1421-1460.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (1993). *Corporate Finance (Third Edition)*. Irwin.
- Sarig, O. H. (1998). The effect of leverage on bargaining with corporation. *Financial Review*, vol.33: 1-16.
- Showalter, D. M. (1999). Strategic debt: Evidence in manufacturing. *International Journal of Industrial Organization*, vol. 17: 319-333.
- Schwiete, M. & Weigand, J. (1997). Bankbeteiligungen und das Verschuldungsverhalten deutscher Unternehmen. *Kredit und Kapital*, vol.30: 1-33.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 51: 219-244.
- Stancu, I. (2002). *Finanțe*. Editura Economică. București.
- Stiglitz, J. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, vol. 59: 784-793.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, vol. 26: 3-27.
- Telegdy, A., Earle, J., Kaznovsky, V., Kucsera, C. (2002). Corporate control: a study of firms on the Bucharest Stock Exchange. *Eastern European Economies*, vol. 40(3): 6-27.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, vol. 13: 137-151.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, vol. 43: 1-19.
- Todea, A. (2008). *Investiții*. Editura Cărții de Știință. Cluj-Napoca.

- Toma, M. & Alexandru, F. (1998). *Finanțe și gestiune financiară de întreprindere*. Editura Economică. București.
- Torres-Reyna, O. (2009). Panel data analysis: Fixed and Random Effects. available online at <http://dss.princeton.edu/training/Panel101.pdf>.
- Trenca, I. (2005). *Fundamente ale managementului financiar*. Casa Cărții de Știință. Cluj-Napoca.
- Tulai, C. & Șerbu, S. (2005). *Fiscalitate comparată și armonizări fiscale*. Editura Casa Cărții de Știință. Cluj-Napoca.
- Tulai H. (2004). *Piețe financiare*. Editura Casa Cărții de Știință. Cluj-Napoca.
- Valsan, C. (2005). The determinants of borrowing by newly exchange-listed firms in Romania: when adverse selection meets cronyism. *Post-Communist Economies*, vol. 17: 109-123.
- Vosganian, V. (1999). *Reforma piețelor financiare din România*. Editura Polirom. Iași.
- Zwick, B. (1977). The market for corporate bonds. Federal Reserve Bank of New York. *Quarterly Review*, vol. 2: 27-36.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, vol. 22: 161-187.
- Walsh, E. J. & Ryan, J. (1997). Agency and tax explanations of security issuance decisions. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24(7): 941-959.
- Wanzenried, G. (2006). Capital structure dynamics in the UK and Continental Europe. *The European Journal of Finance*, vol. 12 (8): 693-716.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: some evidence. *Journal of Finance*, vol. 32: 337-347.
- Weiss, L. A. (1990). Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics*, vol. 27: 285-314.
- Wooldridge, J. (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and panel Data*. Editura MIT Press, Anglia.
- ***, Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată.
- ***, Legea nr. 58/1991 privind privatizarea societăților comerciale.
- ***, Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori.

***, Legea 571/2003 privind Codul fiscal.

www.bvb.ro.

www.bnr.ro.

www.kmarket.ro.

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

<http://web.worldbank.org>.