



**UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI  
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE  
ȘI GESTIUNEA AFACERILOR**



**ȘCOALA DOCTORALĂ ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA AFACERILOR  
DOMENIUL FINANȚE**

**TEZĂ DE DOCTORAT  
REZUMAT**

**INFLUENȚA STRUCTURII FINANCIARE ASUPRA VALORII DE PIAȚĂ A  
COMPANIILOR COTATE LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI**

**Conducător de doctorat:  
Prof. univ. dr. Ioan E. Nistor**

**Doctorand:  
Mircea Tiberiu Ducai**

**Cluj-Napoca  
2017**

# CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

## Introducere

### Cap. 1. Fundamentarea deciziei de finanțare a companiilor

- 1.1. Decizii financiare majore la nivel corporativ
- 1.2. Guvernanța corporativă și rolul acesteia în fundamentarea deciziilor financiare majore ale companiilor
  - 1.2.1. Guvernanța corporativă: concept, rol și principii
  - 1.2.2. Codul de guvernanță corporativă al B. V. B
  - 1.2.3. Evaluarea gradului de protecție a drepturilor acționarilor minoritari prin analiza politicii de dividend și a majorărilor capitalului social ale companiilor listate la B.V.B.
    - 1.2.3.1. Aspecte teoretico-aplicative privind majorările de capital și politica de dividend ca mijloace de evaluare a gradului de protecție a acționarilor minoritari
    - 1.2.3.2. Politica de dividend – factor determinant al protecției intereselor acționarilor
    - 1.2.3.3. Evaluarea gradului de protecție al acționarilor minoritari prin analizarea numărului și surselor majorărilor de capital realizate de companiile cotate la B.V.B.
- 1.3. Structura financiară și determinanți ai deciziei de finanțare
  - 1.3.1. Structura financiară și politica de finanțare a companiei
  - 1.3.2. Factori determinanți ai deciziilor privind structura financiară
    - 1.3.2.1. Echilibrul risc – rentabilitate
    - 1.3.2.2. Factori microeconomici de influență ai structurii financiare (caracteristicile societății comerciale)
    - 1.3.2.3. Factorii macroeconomici de influență ai structurii financiare a companiei
  - 1.3.3. Clasificarea surselor de finanțare ale companiilor
- 1.4. Importanța valorii de piață a companiei și modalitățile de determinare ale acesteia
- 1.5. Concluzii referitoare la fundamentarea deciziei de finanțare a companiilor

### Cap. 2. Teorii ale structurii financiare a companiilor

- 2.1 Elemente introductive privind alegerea structurii financiare
- 2.2 Teoria (teorema) lui Modigliani și Miller
  - 2.2.1 Teoria lui Modigliani și Miller în absența fiscalității
    - 2.2.1.1. Propoziția întâi a teoriei lui Modigliani și Miller
    - 2.2.1.2. Propoziția a doua a teoriei lui Modigliani și Miller

- 2.2.2. Evoluția valorii companiei și a costului capitalului ca efect al structurii financiare în condiții de fiscalitate (teoria lui Modigliani și Miller în prezența fiscalității)
- 2.2.3. Critici aduse teoriei lui Modigliani și Miller
- 2.3. Teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței
  - 2.3.1. Prezentarea aspectelor teoretice esențiale ale teoriei echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței
  - 2.3.2. Abordarea managerială a structurii financiare optime în cadrul teoriei echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței
- 2.4. Teoria ierarhizării surselor de finanțare (teoria finanțării ierarhice)
- 2.5. Teoriile (modele) de agent ale structurii financiare
  - 2.5.1. Teoria de agent – modelul propus de Jensen și Meckling
  - 2.5.2. Teoria fluxului de numerar liber
  - 2.5.3. Alte modele de agent și analiza comparativă a acestora, cu modelele teoretice ale lui Jensen și Meckling respectiv Jensen
- 2.6. Teoria semnalizării calității companiei cu proporția datoriilor (teoria semnalului)
- 2.7. Teoria sincronizării cu piața acțiunilor
- 2.8. Concluzii cu privire la teoriile structurii financiare a companiei

### **Cap. 3. Evidențe empirice privind relația dintre structura financiară și valoarea companiilor la nivel internațional**

- 3.1. Aspecte introductive privind studiile empirice care analizează relația dintre structura financiară și valoarea companiilor
- 3.2. Relația dintre structura financiară și valoarea companiei în contextul oportunităților de creștere
- 3.3. Efectele modificărilor pe termen lung ale structurii financiare asupra valorii companiei
- 3.4. Influența îndatorării anormale atribuită caracteristicilor microguvernanței corporative, asupra valorii de piață a companiei
- 3.5. Impactul structurii financiare și a deciziei de finanțare asupra valorii create de companie pentru acționari
- 3.6. Analiza empirică a efectelor operațiunilor de hedging asupra relației dintre structura financiară și valoarea de piață a companiei
- 3.7. Efectele sincronizării structurii financiare cu piața obligațiunilor asupra valorii de piață a companiei
- 3.8. Impactul îndatorării asupra prețului acțiunilor, în contextul eficienței investiționale, a gradului de îndatorare al companiei față de nivelul său optim și al perspectivelor companiei
- 3.9. Evaluarea valorii companiei prin intermediul performanțelor bursiere ale acesteia în contextul studiilor de eveniment

3.10. Concluzii referitoare la evidențele empirice privind relația dintre structura financiară și valoarea companiilor la nivel internațional

#### **Cap. 4. Studiu empiric privind structura financiară a companiilor cotate la B.V.B: factorii determinanți și impactul asupra valorii de piață**

4.1. Obiectivul studiului empiric și construirea eșantionului

4.2. Selecția variabilelor și statisticile descriptive

4.3. Metodologia cercetării

4.3.1 Estimarea modelelor econometrice pe date de tip panel: aspecte teoretice

4.3.2. Specificarea modelelor și selectarea efectelor

4.4. Rezultatele estimării modelelor econometrice și interpretarea acestora

4.5. Concluzii referitoare la studiul empiric privind factorii determinanți ai structurii financiare și impactul acesteia asupra valorii de piață a companiei

#### **Concluzii generale și direcții viitoare de cercetare**

#### **Bibliografie**

#### **Lista abrevierilor**

#### **Lista figurilor**

#### **Lista graficelor**

#### **Lista tabelelor**

#### **Anexe**

**Cuvinte cheie:** structura financiară, decizii financiare majore la nivel corporativ, obiectivul financiar fundamental, governanța corporativă, factori determinanți ai deciziei de finanțare, teorii ale structurii financiare, valoarea de piață a companiei

## INTRODUCERE

Desfășurarea continuă a activității fiecărei companii necesită luarea unor decizii în scopul îndeplinirii obiectivelor sale, în rândul cărora obiectivul financiar fundamental ocupă rolul central.

În cadrul deciziilor financiare majore la nivel corporativ, decizia de finanțare are ca obiectiv principal alegerea unor surse de finanțare și stabilirea unor proporții între aceste surse în funcție de anumiți factori determinanți și costul de obținere al surselor respective (interpretarea autorului după Nistor, 2002; Bărbuță- Mișu, 2009).

Ca urmare a acestui fapt, structura financiară a companiei reprezintă modalitatea imediată și concretă de înlăptuire a deciziei de finanțare.

Pentru a realiza eficientizarea activității sale, managementul companiei trebuie să ia cele mai adecvate decizii în scopul îndeplinirii obiectivului financiar fundamental al companiei, care în prezent este fie de a maximiza capitalizarea bursieră, în cazul companiilor cotate pe o bursă de valori, fie maximizarea valorii companiilor, în cazul societăților netranzaționate pe piața de capital (interpretarea autorului după Damodaran, 2015; Stancu, 2007)

În cazul deciziei de finanțare, eficientizarea activității companiei se realizează prin alegerea unei structuri financiare optime, care permite și facilitează maximizarea valorii companiei și/sau maximizarea capitalizării bursiere (interpretarea autorului după Damodaran, 2015, Nistor, 2004, Stancu, 2007).

Pentru o mai bună înțelegere a felului în care structura financiară influențează valoarea de piață a companiilor și modul în care poate fi determinat un optim al structurii financiare, atunci când se acceptă existența acestuia, de-a lungul timpului au fost elaborate mai multe teorii ale structurii financiare. Acestea analizează pe de o parte modul în care structura financiară este rezultatul influenței mai multor factori, dacă aceasta poate înregistra sau nu un nivel optim, iar pe de altă parte felul în care structura financiară influențează valoarea de piață a companiei sau capitalizarea bursieră și dacă este posibilă maximizarea acestor valori.

Luând în considerare teoriile structurii financiare și o selecție a unor studii empirice privind influența structurii financiare asupra valorii companiei, cercetarea empirică și-a propus realizarea câtorva obiective între care cele mai importante considerăm că sunt următoarele:

- prezentarea și explicarea conceptelor de structură financiară și valoarea de piață a companiei și legătura lor cu deciziilor majore la nivel corporativ în scopul îndeplinirii obiectivului financiar fundamental al companiei;
- analiza teoretică și empirică a modului în care politica de dividend și majorările capitalului social prin aport în numerar - ca dovezi ale protejării drepturilor acționarilor minoritari - influențează deciziile viitoare de finanțare;

- stabilirea, prezentarea și analiza factorilor de influență ai structurii financiare și valorii de piață a companiei, prezentarea celor mai importante teorii ale structurii financiare, punând accent asupra posibilității de selectare a unei structuri financiare optime;
- urmărirea modului în care structura financiară influențează valoarea de piață a companiei sau capitalizarea bursieră a acesteia;
- prezentarea aspectelor esențiale ale unor studii empirice realizate la nivel internațional, referitoare la influența structurii financiare asupra valorii companiilor și realizarea unei comparații în privința rezultatelor obținute;
- selectarea din rândul factorilor microeconomici (specifci companiei), a celor mai relevanți și des întâlniți factori de influență ai structurii financiare și valorii de piață a companiilor în baza celor mai importante teorii ale structurii financiare și a studiilor empirice;
- conceperea unor modele regresionale care să analizeze modul în care companiile cotate la B.V.B. iau decizii de finanțare sub influența factorilor microeconomici determinanți selectați și compararea modului de finanțare rezultat cu cel descris de una din teoriile structurii financiare;
- conceperea unor modele regresionale care să analizeze influențele structurii financiare și ale factorilor determinanți ai acesteia asupra valorii de piață a companiilor cotate la B.V.B. și compararea influențelor rezultate cu cele descrise de teoriile structurii financiare (obiectivul principal);

Motivația realizării acestei cercetări rezidă în necesitatea prezentării și analizării teoriilor structurii financiare dintr-o perspectivă concentrată asupra aspectelor legate de valoarea de piață a companiilor și asupra aspectelor legate de existența unei structuri financiare optime. De asemenea cercetarea a fost realizată în scopul analizării felului influenței pe care structura financiară o exercită asupra valorii de piață a companiilor cotate la B.V.B.. În acest mod, cercetarea permite companiilor cotate la B.V.B. înțelegerea impactului deciziei de finanțare asupra valorii de piață a acestora și a felului în care această decizie poate fi ameliorată în scopul creșterii valorii de piață a companiilor respective. Cercetarea permite îmbogățirea studiilor realizate pe piața de capital din România referitoare la influența structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor, și a celor referitoare la factorii determinanți ai structurii financiare.

**Cercetarea teoretică și aplicativă cuprinsă în prezenta lucrare a fost organizată în patru capitole. În primul capitol** al lucrării am realizat prezentarea aspectelor esențiale referitoare la deciziile financiare majore ale companiilor. În strânsă legătură cu deciziile

financiare majore la nivel corporativ, în special cu decizia de finanțare, am evidențiat importanța protejării drepturilor acționarilor minoritari și faptul că aceasta este demonstrată prin politica de dividend și majorările capitalului social, realizate prin aporturi în numerar. În continuare am prezentat conceptul de structură financiară și multitudinea indicatorilor prin care aceasta poate fi determinată. De asemenea tot în cadrul capitolului întâi al lucrării, am realizat o selecție a factorilor de influență ai structurii financiare și valorii de piață a companiilor și am menționat care sunt cei mai importanți factori microeconomici de influență, selectați în baza aspectelor principalelor teorii ale structurii financiare. Spre finalul capitolului am realizat o clasificare a surselor de finanțare, pe care o considerăm necesară ca urmare a numărului destul de ridicat a formelor capitalului social utilizate în calculul indicatorilor structurii financiare, forme de capital ce reprezintă surse de finanțare. La finalul capitolului am realizat o prezentare și o explicație a obiectivului financiar fundamental și care este legătura dintre acesta și valoarea de piață a companiilor.

**În capitolului al doilea** a fost realizată o analiză a principalelor teorii ale structurii financiare. În cadrul teoriilor analizate sunt prezentate aspectele esențiale ale teoriei lui Modigliani și Miller (în absența sau în prezența fiscalității) corporative, teoriei echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței, teoriei ierarhizării surselor de finanțate, teoriile de agent, (în rândul cărora principala teorie este cea a lui Jensen și Meckling), teoriei semnalizării calității companiei cu proporția datoriilor și teoriei sincronizării cu piața acțiunilor. În cazul acestor teorii am urmărit pe de o parte aspectele „clasice” referitoare la factorii determinați ai structurii financiare, iar pe de altă parte aspectele legate de modul în care este influențată valoarea de piață a companiei de către factorii săi determinanți microeconomici, comuni atât pentru structura financiară cât și pentru valoarea de piață a companiei, a existenței structurii financiare optime și a modului în care este determinată aceasta. În acest sens s-a evidențiat pe de o parte faptul că toate teoriile structurii financiare acceptă existența influenței structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor sau asupra capitalizării bursiere, exceptând teoria lui Modigliani și Miller în absența fiscalității. Am arătat și faptul că nu toate teoriile structurii financiare acceptă ideea existenței unei structuri financiare optime. Pe parcursul capitolului al doilea cât și în cadrul concluziilor aferente acestuia, sunt prezentate unele aspecte pozitive cât și unele critici asociate acestor teorii.

**În cel de al treilea capitol** am prezentat studiile care arată modul în care structura financiară sau datoriile influențează valoarea companiei, variația acesteia sau valoarea creată pentru acționari, într-un context mai general sau în diferite contexte specifice.

Astfel, analizând studiile realizate de Alonso et al., (2005); Carpentier, (2006); Atiyet, (2012), am arătat modul în care structura financiară influențează companiile având diferite oportunități de creștere, am analizat existența unei influențe a ratei de creștere a datoriilor

asupra valorii de piață a capitalului propriu, precum și influența structurii financiare asupra valorii economice adăugate și a valorii de piață adăugate.

Influența structurii financiare asupra valorii de piață a companiei a fost prezentată într-un context specific cum este cel al consiliilor de administrație alese ierarhizat (eng. „staggered boards”), al realizării operațiunilor de hedging sau al operațiunilor de sincronizare cu piața obligațiunilor în cadrul studiilor lui Jiraporn & Liu, (2008); Khediri & Folus, (2010); Song, (2009). Este prezentat modul în care datoriile și structura de financiară influențează prețul de piață al acțiunilor în contextul analizării eficienței investiționale, precum și efectele structurii financiare asupra rentabilităților cumulative anormale, ca măsură a performanței companiilor în cadrul studiilor realizate de Giner & Reverte, (2001) respectiv Muradoglu & Sivaprasad, (2012).

În cel de-a patrulea capitol am realizat o analiză la nivelul companiilor cotate pe piața reglementată a B.V.B., cu privire la influența factorilor determinanți asupra structurii financiare, și influența structurii financiare și a factorilor determinanți ai acesteia asupra valorii de piață a companiilor, după ce în prealabil am realizat o selecție a celor mai importanți factori determinanți microeconomici. Pentru a realiza acest lucru au fost selectate companiile nefinanciare cotate pe piața reglementată a B.V.B., care au fost tranzacționate în mod continuu în perioada 2005-2015, putând avea întreruperi la tranzacționare, mai scurte de un an. Tot în cadrul celui de-al patrulea capitol este realizată o analiză a statisticilor descriptive și este prezentat intervalul gradului de îndatorare căruia îi corespunde un interval ridicat al valorii de piață a companiilor.

Pentru estimarea impactului factorilor determinanți asupra structurii financiare, cât și influența structurii financiare și a factorilor săi determinanți asupra valorii de piață a companiilor din eșantion, sunt estimate mai multe regresii și analizate tipul influențelor exercitate de variabilele explicative asupra variabilelor explicate. Cu această ocazie este prezentat și modul de calcul al variabilelor, cu mențiunea că structura financiară are atât rol de variabilă explicată în primele regresii estimate, cât și rol de variabilă explicativă în ultimele regresii.

După realizarea acestor estimări s-a realizat o încadrare a rezultatelor obținute în cadrul concluziilor teoriilor structurii financiare.



## **SINTEZA CAPITOLELOR CUPRINSE ÎN TEZA DE DOCTORAT**

### **SINTEZA CAPITOLULUI 1**

#### **Fundamentarea deciziei de finanțare a companiilor**

Primul capitol al lucrării realizat o introducere în domeniul teoretic al deciziilor financiare majore la nivel corporativ, punând un accent deosebit pe decizia de finanțare a companiilor, prezentând în același timp și unele aspecte cu caracter aplicativ.

Din punct de vedere teoretic, decizia financiară presupune parcurgerea unui proces cu caracter rațional de selectare a unei alternative cât mai operative, referitoare la finanțare și investiții. Scopul deciziei financiare este de natură financiară și vizează în mod primordial creșterea rentabilității la nivel de produs, activitate și companie, menținerea lichidității companiei, evaluarea riscurilor și luarea măsurilor de evitare sau acoperire a acestora (Bărbuță - Mișu, 2009).

Referitor la deciziile majore la nivel corporativ, decizia de finanțare, de investiții și de dividend necesită a fi optimizate în scopul realizării obiectivului financiar fundamental al companiei (interpretarea autorului după Damodaran, 2015).

În cadrul deciziilor financiare majore la nivel corporativ Damodaran (2015) arată că acestea vizează decizia de finanțare, decizia de investiții și cea de dividend (de repartizare a profitului). În contextul menționat Bărbuță-Mișu (2006) arată că decizia de investiție trebuie să fie corelată cu decizia de finanțare astfel încât rentabilitatea investiției să fie mai ridicată decât costul capitalului, indiferent de tipul structurii financiare alese, considerându-se că decizia de investiții primează asupra deciziei de finanțare.

Luând în considerare cele trei decizii financiare majore la nivel corporativ, am arătat faptul că la nivelul fiecărei companii pot exista conflicte de interese, a căror ameliorare se poate realiza prin mecanisme ale guvernantei corporative. Acestea realizează disciplinarea deținătorilor interni de interese, cu scopul optimizării celor trei decizii financiare majore la nivel corporativ pentru atingerea obiectivului fundamental al companiei.

În cadrul acestor mecanisme, (clasificate în mecanisme interne, ale microguvernantei corporative, sau externe, ale macroguvernantei corporative, după cum arată Iskander & Chamlou (2000) și Berglof (2011)) unul dintre cele mai importante mecanisme îl reprezintă codul de guvernare corporativă, bazat pe principii, emise de O.E.C.D. după cum arată Wagner et al. (2005).

Necesitatea primordială a atenuării conflictelor de interese prin intermediul guvernantei corporative, rezidă din faptul că, în general, conflictele de agent influențează negativ valoarea

de piață a companiei, deoarece au o influență asupra celor trei decizii financiare majore la nivel corporativ. În cadrul acestor conflicte de interese, o importanță deosebită având-o cele legate de lipsa unei protecții corespunzătoare a acționarilor minoritari.

De aceea ca urmare a unei protecții necorespunzătoare a drepturilor acționarilor minoritari, companiilor aflate în această situație le va fi mai dificil să atragă noi acționari și să realizeze majorări ale capitalului social (Shleifer & Vishny, 1997; Dragotă, 2006). În mod evident aceasta va avea ca rezultat scăderea prețului acțiunilor și a valorii de piață a companiilor (Jensen & Meckling, 1976; Berglof, 2011).

În contextul prezentat, Shleifer și Vishny (1997) și Dragotă (2006) arată că în lipsa unei protecții corespunzătoare a acționarilor minoritari, companiile nu vor putea să atragă noi surse de finanțare externe sub forma majorărilor capitalului social prin aport în numerar. În acest sens Shleifer (1997) dă ca exemplu societățile tinere, cu un acționariat concentrat cât și companiile din economii cu creștere rapidă, care vor putea atrage capitaluri suplimentare prin emisiuni de acțiuni în baza unui efect reputațional. De asemenea Shleifer și Vishny (1997) în baza cercetărilor lui Gomes (1996) arată că efectul reputațional este determinat și de plata dividendelor către acționari, ceea ce permite atragerea de capitaluri prin emisiuni de acțiuni, acționarii cu putere de control, putând realiza exproprierea micilor investitori.

De asemenea Shleifer și Vishny (1997) cât și Dragotă (2006) au arătat faptul că atragerea de noi capitaluri prin noi aporturi în numerar este stimulată printr-o politică adecvată de dividend. În consecință, pornind de la aspectele arătate de Shleifer & Vishny (1997) și Dragotă (2006), rezultă că majorările capitalului social prin noi aporturi în numerar și politica de dividend reprezintă dovezi ale protejării drepturilor acționarilor minoritari, aspecte care au fost studiate din punct de vedere empiric la nivelul pieței de capital din România.

Studiul realizat la nivelul pieței de capital reglementate din România, a evidențiat faptul că la nivelul companiilor cotate, care au acordat dividende din profiturile anilor 2004-2015, rata de distribuire a dividendelor este în general de peste 50 %. Datorită acestui fapt, se poate considera că, din punct de vedere al politicii de dividend, companiile care distribuie dividende realizează o protecție corespunzătoare a drepturilor acționarilor minoritari. De asemenea s-a evidențiat că întreprinderile din sectorul nefinanciar, deținute în proporție de peste 50 % de acționari minoritari au în general rate de distribuție ale dividendelor din profiturile anilor 2007-2015 mai ridicate decât cele deținute în proporție de peste 50 % de acționari majoritari. Drept urmare, ar putea să rezulte că întreprinderile deținute de acționari minoritari realizează o protecție mai ridicată a drepturilor acționarilor minoritari.

Cu toate acestea, deoarece atât companiile din sectorul nefinanciar deținute de acționari minoritari cât și cele deținute de acționari majoritari acordă proporții ridicate sub formă de dividende din profiturile anilor respectivi, aceste rate de distribuție fiind în general de peste

50 % și în cazul societăților deținute de acționari majoritari. În consecință, este incert dacă acționarii minoritari ai companiilor deținute de acționari majoritari sunt protejați într-o măsură mai scăzută decât în cazul companiilor cu acționari minoritari sau dacă ratele de distribuție ale dividendelor companiilor cu acționari majoritari (mai scăzute decât cele ale companiilor cu acționari minoritari) se datorează altor motive. În plus luând în considerare numărul companiilor de pe piața reglementată care acordă dividende comparativ cu numărul total al companiilor tranzacționate pe piața reglementată la sfârșitul fiecărui an, publicate pe site-ul web al B.V.B., se constată că ponderea companiilor care acordă dividende în totalul companiilor tranzacționate pe piața reglementată este preponderent scăzută pentru majoritatea anilor sau medie în anumiți ani, acest lucru putându-se datora preferinței pentru autofinanțare, existenței oportunităților de creștere sau a existenței unor pierderi contabile.

Referitor la majorările capitalului social realizate de companiile tranzacționate pe piața reglementată la sfârșitul anului 2015, în perioada 2004-2015, s-a constatat că atât numărul total al majorărilor de capital social cât și numărul majorărilor capitalului social realizat pe surse este scăzut. Datorită acestui fapt din punct de vedere strict al majorărilor capitalului social realizate în numerar, s-a putut considera că societățile comerciale luate în considerare realizează o protecție scăzută a acționarilor minoritari. Deoarece majorările capitalului social pot fi determinate de numeroși alți factori este dificil de tras o concluzie în privința gradului de protecție al acționarilor minoritari, luând în considerare doar aspectele referitoare la majorările capitalului social.

De asemenea în cadrul primului capitol este definită structura financiară, arătând faptul că nu există un mod unic de definire și de determinare a acesteia, în special datorită faptului că la nivelul literaturii financiare există un număr mare de indicatori prin care structura financiară poate fi determinată. În acest context considerăm că în rândul indicatorilor structurii financiare cei mai importanți sunt levierul financiar și gradul de îndatorare (rata îndatorării totale; capacitatea de îndatorare globală), indicatori care au fost folosiți în cadrul celui de-al patrulea capitol al tezei, pentru a analiza atât impactul factorilor determinanți ai structurii financiare asupra acesteia, cât și influența structurii financiare și a factorilor determinanți ai acesteia asupra valorii de piață a companiilor cotate la B.V.B.. În acest context am arătat importanța unei structuri financiare optime, în scopul atingerii obiectivului fundamental al companiilor, cât și faptul că optimizarea structurii financiare, necesită parcurgerea unui proces în 3 etape, pornind de la aspectele prezentate de Ursu (2013).

În cadrul capitolului întâi al lucrării sunt prezentați și factorii de influență ai structurii financiare și ai valorii de piață a companiilor, arătând că aceștia pot fi clasificați în factori microeconomici (caracteristicile societăților comerciale) și factori macroeconomici, conform clasificării realizate de Botezat-Stoichină (2009).

Luând în considerare studiile realizate de Frank & Goyal (2009), Myers (2003), Fama & French (2002), Harris & Raviv (1991), Jensen (1986); Baker & Wurgler, (2002), Moldovan (2004), Dragotă, (2006), factorii microeconomici de influență ai structurii financiare și valorii de piață a companiei se referă la: oportunitățile de investiții, profitabilitatea, mărimea (dimensiunea) companiei, natura activelor (tangibilitatea activelor), politica de dividend (rata de distribuție a dividendelor), impozitele/fiscalitatea, riscul economic și financiar respectiv condițiile ramurii de activitate. Factorii macroeconomici se referă, potrivit aspectelor prezentate de autorii menționați anterior, la: inflație, ratele dobânzilor, cursul de schimb valutar, factorii privind oferta de capitaluri, condițiile pieței de capital a acțiunilor, factorii ciclici respectiv factorii internaționali și culturali.

În acest context am arătat că în opinia noastră - pornind de la principalele studii care analizează din punct de vedere teoretic și/sau empiric teoriile structurii financiare, cum sunt studiile lui Myers (2003), Fama & French (2002), Harris & Raviv (1991), Baker & Wurgler (2002), Frank & Goyal (2009) – principalii factori microeconomici de influență ai structurii financiare și valorii de piață sunt: oportunitățile de creștere (de investiții), profitabilitatea, tangibilitatea activelor, rata de distribuție a dividendelor, mărimea (dimensiunea) companiilor, riscul și istoricul (vechimea) companiilor.

De asemenea tot în cadrul capitolului întâi, s-a realizat o clasificare a surselor de finanțare a companiilor, considerând util acest lucru, ca urmare a faptului că structura financiară, este definită printr-un număr mare de indicatori, care implică utilizarea mai multor forme ale capitalului companiilor, ce reprezintă surse de finanțare ale acestora.

În cadrul cercetării teoretice este definit și obiectivul fundamental al companiei, arătând că, există o divergență de opinii în privința maximizării valorii companiei sau cea a capitalizării bursiere, ceea ce determină ca în cazul companiilor tranzacționate pe piața de capital obiectivul să fie cel al maximizării capitalizării bursiere iar în cazul celor netranzacționate, obiectivul să fie cel al maximizării valorii companiilor (interpretarea autorului după Damodaran 2015; Stancu, 2007)

În plus sunt prezentate modalitățile de calcul ale valorii intrinseci și a valorii de piață a companiei, unele aspecte esențiale ale modului în care structura financiară influențează valoarea de piață a companiei în cadrul celor mai importante teorii ale structurii financiare, aceste aspecte fiind analizate detaliat în cadrul celui de al doilea capitol al lucrării.

În contextul menționat, valoarea intrinsecă a companiei „este valoarea actualizată a fluxurilor de numerar așteptate, actualizate la o rată care reflectă atât riscul proiectelor firmei cât și amestecul de finanțare utilizat” (Damodaran, 2015). Pe de altă parte, valoarea de piață a companiei este egală cu suma dintre valoarea de piață a capitalurilor proprii și a datoriilor (Damodaran, 2015).

Nu în ultimul rând în contextul temei de cercetare alese, importanța valorii de piață rezidă din faptul că facilitează analizarea influenței prin care deciziile de finanțare contribuie la îndeplinirea obiectivului financiar fundamental indiferent dacă acesta este maximizarea valorii de piață a companiei sau maximizarea capitalizării bursiere. În acest context, teoriile structurii financiare analizează deciziile de finanțare ce au ca efect modificarea costurilor de finanțare și variația valorii de piață a companiilor (inclusiv maximizarea acesteia) unele din aceste teorii luând în considerare și costurile de agent, chiar dacă nu toate din aceste teorii iau în considerare existența unei structuri financiare optime.

## **SINTEZA CAPITOLULUI 2**

### **Teorii ale structurii financiare a companiilor**

În cadrul acestui capitol am prezentat aspectele esențiale ale principalelor teorii ale structurii financiare a companiei. Referitor la aceste teorii, cele mai importante sunt: teoria (teorema) lui Modigliani și Miller, teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței, teoria ierarhizării surselor de finanțare (teoria finanțării ierarhice), teoriile de agent, teoria semnalizării calității companiei cu proporția datoriilor (teoria semnalului) și teoria sincronizării cu piața.

Teoria lui Modigliani și Miller în absența fiscalității, arată că structura financiară nu influențează valoarea de piață a unei companii, respectiv faptul că rentabilitatea sperată a unei acțiuni este egală cu suma dintre costul mediu ponderat al capitalului și o primă de risc determinată de produsul dintre levierul financiar și diferența dintre costul mediu ponderat al capitalurilor și rata medie a dobânzii împrumuturilor contractate (Modigliani & Miller, 1958).

Teoria lui Modigliani și Miller, în ciuda numeroaselor sale critici, are meritul de a fi prima teorie care explică prin metode cantitative, bazate pe formule de calcul, relația dintre structura financiară, valoarea de piață a companiei și costul capitalului. Acest merit este cu atât mai important cu cât companiile se confruntă cu probleme legate de structura financiară, valoarea de piață și costul capitalului cu mult timp înaintea apariției acestei teorii. De asemenea această teorie, în prezența fiscalității, este prima teorie care a evidențiat deductibilitatea fiscală a dobânzilor, stând la baza altor teorii, cum este cea a echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței.

În prezența fiscalității corporative, Modigliani și Miller (1963) au arătat că valoarea companiei îndatorate este egală cu valoarea companiei neîndatorate la care se adaugă economiile de impozit, proporționale cu nivelul datoriilor purtătoare de dobânzi. În cazul unei companii îndatorate, rentabilitatea acțiunilor este egală cu rentabilitatea unei companii

neîndatorate plus o primă de risc, corectată cu economiile fiscale determinate de deductibilitatea fiscală a dobânzilor, respectiv faptul că în cazul unei companii îndatorate, costul capitalului în condiții de fiscalitate, este mai scăzut decât cel al unei companii neîndatorate (Modigliani & Miller, 1963; Stancu, 2007, Brezeanu, 2009).

Teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței arată că există o structură financiară optimă și că aceasta se obține prin echilibrul dintre valoarea actualizată a economiilor fiscale marginale și valoarea actualizată a costurilor marginale ale insolvenței. De asemenea teoria arată că valoarea unei companii îndatorate este egală cu cea a unei companii neîndatorate, plus valoarea actualizată „a diferenței dintre avantajul fiscal al îndatorării și costurile insolvenței ” (Kraus & Litzenberger, 1973).

Luând în considerare aspectelor prezentate de Kraus & Litzenberger, (1973) și Myers, (1984), în cazul acestei teorii, maximizarea valorii de piață a companiei în funcție de valoarea sa actuală, se realizează prin creșterea sau scăderea îndatorării actuale în raport cu nivelul optim.

Ca urmare a unei structuri financiare optime bazate pe echilibrul dintre factorii menționați cu influență contrară, Myers (2003) arată că această teorie susține o îndatorare moderată. De aceea, această teorie are meritul de a susține existența unei structuri financiare optime, operaționale din punct de vedere practic.

De asemenea considerăm că, în cadrul disputei existente cu privire la existența unei structuri financiare optime, apărute o dată cu emiterea primei variante a teoriei lui Modigliani și Miller (1958), teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței este cea mai importantă în rândul teoriilor care susțin existența unei structuri financiare optime, în opoziție cu teoriile care susțin inexistența unei structuri financiare optime, în rândul cărora cea mai importantă este în opinia noastră, cea a ierarhizării surselor de finanțare.

Teoria are meritul de a explica de ce „firmele mari, sigure, cu active tangibile tind să împrumute mai mult decât firmele mici, riscante și cu active necorporale preponderente”. Totuși teoria nu poate să explice de ce firmele cu profitabilitate ridicată au o îndatorare scăzută și nu explică din punct de vedere istoric, utilizarea datoriilor de către companii, înainte de apariția economiilor determinate de deductibilitatea fiscală a dobânzilor (Myers, 2003, Jensen & Meckling, 1976).

Teoria ierarhizării surselor de finanțare arată faptul că la nivelul pieței de capital există o asimetrie de informații între managerii companiilor și investitorii externi cu privire la activele companiei și oportunitățile de investiții, ceea ce determină o subevaluare a prețului acțiunilor companiei și un transfer de valoare dinspre vechii acționari spre noii acționari, ceea ce poate determina pierderea unor investiții cu valoare actualizată netă pozitivă (Myers & Majluf, 1984,

Myers, 1984; Myers, 2001; Myers, 2003). Ca urmare a acestui fapt, managerii companiilor vor utiliza sursele interne de finanțare provenite din profiturile reținute, ca principala sursă de finanțare, companiile utilizând apoi finanțarea prin datorii fără risc, apoi titluri hibride și doar în final acțiuni (Myers, 1984; Frank & Goyal, 2003; Myers, 2003).

În cadrul acestei teorii, emisiunile de acțiuni determină scăderea prețului acțiunilor, în timp ce creșterea datoriilor nu influențează prețul acțiunilor (Myers & Majluf, 1984; Myers, 2003, Harris & Raviv, 1991). De asemenea teoria susține inexistența unei structuri financiare optime (Myers, 2003; Myers, 2001).

Ca urmare a ordinii de finanțare prezentată, această teorie are meritul de a explica relația negativă dintre profitabilitate și îndatorare, constatăată în activitățile curente ale companiilor, această corelație nedatorându-se în opinia lui Myers (2003) existenței unei ținte scăzute a îndatorării ci disponibilitatea unei finanțări interne (interpretarea autorului după Myers, 2003). De asemenea teoria poate să explice de ce „cea mai mare parte a finanțării provine sub forma datoriilor” (Myers, 2001).

Teoriei ierarhizării surselor de finanțare i se aduc numeroase critici, cum ar fi posibilitatea ca managerii să nu urmărească interesele acționarilor, faptul că managerii ar putea să nu fie interesați de prețul de piață al acțiunilor sau faptul că teoria nu ia în considerare o politică de stimulare a managerilor și nu explică „de ce nu sunt dezvoltate tactici pentru evitarea consecințelor informațiilor superioare ale managerilor”, simplitatea prea mare a teoriei, precum și incapacitatea de a explica îndatorarea scăzută a companiilor mici și cu oportunități de creștere ridicate (Myers, 2003).

În cadrul teoriilor de agent, cea mai importantă este cea a lui Jensen și Meckling (1976). Această teorie arată că datorită nevoilor de finanțare externă, pot apărea conflicte între manageri care au și calitatea de acționari ai companiei și noii acționari. Conflictele sunt determinate de scăderea proporției deținută în capitalul social de către manageri, care vor urmări propriile interese, cheltuind resursele companiei pentru obținerea unor beneficii suplimentare sub forma achiziției de către companie a unor active utilizate în scop personal de către manageri, a obținerii unor salarii mai ridicate decât nivelul pieței sau chiar însușirea activelor sau fluxurilor de numerar ale companiei. Pe măsură ce proporția deținută de manageri în capitalul social al companiei scade, aceștia vor dori să obțină un nivel tot mai ridicat al beneficiilor suplimentare, care vor fi obținute doar de către aceștia, în timp ce costul acestor beneficii va fi suportat doar de noii acționari, ceea ce va determina conflicte și costuri de agent (Jensen & Meckling, 1976, Harris & Raviv, 1991, Myers, 2003).

Pentru a evita aceste costuri de agent asociate conflictelor dintre acționari și manageri, managerii, vor prefera în primul rând finanțarea internă, urmată de finanțarea prin îndatorare, care permite menținerea cotei de participare a managerilor în capitalul social, iar în cazul în

care îndatorarea este prea ridicată, ducând la apariția costurilor de agent determinate de substituția activelor, acționarii vor emite acțiuni, pentru a diminua conflictele lor cu creditorii. Aceasta determină o finanțare ierarhică, și o structură financiară optimă rezultată prin echilibrul dintre costurile de agent și beneficiile îndatorării (Jensen & Meckling, 1976, Myers, 2003, Harris & Raviv, 1991).

Unii autori (Shleifer & Vishny, 1997; Tricker, 2015; Letza, 2008) arată că teoria de agent stă la baza guvernantei corporative a companiilor și reprezintă un fundament al sistemelor de guvernare corporativă de tip Anglo-Saxon (la baza sistemului de guvernare al Marii Britanii și țărilor Comunității Națiunilor respectiv celui al S.U.A.). Ca urmare a aspectelor prezentate, considerăm că teoria de agent al lui Jensen și Meckling (1976) evidențiază necesitatea ca managerii să urmărească interesele acționarilor.

Teoria fluxului de numerar liber explică de ce companiile cu oportunități de creștere scăzute și flux de numerar ridicat trebuie să aibă o îndatorare ridicată și faptul că datoriile sunt substitute ale dividendelor (și viceversa) în procesul de reducere a fluxului de numerar liber (Jensen, 1986). Myers (2003) consideră că această teorie este una a consecințelor supraîndatorării în cadrul companiilor cu flux de numerar liber ridicat dar nu „furnizează un model principal-agent al stimulentei și acțiunilor managerilor, cu excepția faptului de a spune că sunt înclinate spre suprainvestire” (Myers, 2003).

În cadrul capitolului al doilea sunt prezentate și alte teorii (modele) de agent, bazate pe conflicte între acționari și manageri sau între acționari și creditori, care prezintă numeroase asemănări cu modelele de agent ale lui Jensen și Meckling (1976) și Jensen (1986).

Referitor la teoria semnalizării calității companiei prin proporția datoriilor, aceasta arată că, datorită asimetriei informaționale dintre manageri și investitori, a programului de stimulare managerială determinat de valoarea de piață a companiei și a costurilor insolvenței, managerii companiilor cu profituri ridicate își vor crește îndatorarea semnalizând performanțele ridicate ale acestor companii și determinând creșterea valorii de piață a acestora dar și creșterea costurilor insolvenței. Structura financiară optimă este determinată de echilibrul dintre valoarea actualizată a semnalizării și consecințele programului de stimulare managerială (interpretarea autorului după Ross, 1977, Myers, 2003; Harris & Raviv, 1991).

Teoria sincronizării cu piața acțiunilor, arată faptul că întreprinderile își ajustează structura financiară în funcție de oportunitățile create de piața acțiunilor, exploatând fluctuațiile prețului și costului capitalului propriu, ceea ce determină ca valoarea de piață a capitalului propriu să fie cea care determină structura financiară chiar dacă nu se poate stabili un optim al acesteia (interpretarea autorului după Baker & Wurler, 2002). Astfel, teoria evidențiază faptul că întreprinderile realizează operațiuni de sincronizare cu piața atunci când prețul acțiunilor este ridicat sau atunci când costul acțiunilor este relativ scăzut și răscumpără acțiuni când prețul



de piață este scăzut sau atunci când costul lor este relativ ridicat. În consecință structura financiară este „rezultatul cumulativ al încercărilor trecute de sincronizare cu piața” (Baker & Wurgler, 2002).

Din punct de vedere al evoluției teoriilor structurii financiare, au apărut numeroase dezbateri privind existența unei structuri financiare optime, ca urmare a faptului că o parte a acestor teorii susțin inexistența acesteia, cât și dezbaterii referitoare la necesitatea apariției unei teorii universale a structurii financiare. Referitor la prima dezbatere menționată, am evidențiat în cadrul capitolului al doilea, unele argumente prin care susținem existența unei structuri financiare optime în cazul deciziilor concrete de finanțare ale companiilor, pornind de la unele aspect teoretice ale teoriilor structurii financiare. În ceea ce privește cea de-a doua dezbatere, referitoare la existența unei teorii universale a structurii financiare, am prezentat aspectul evidențiat de Myers (2001; 2003) privind faptul că fiecare din această teorie este aplicabilă într-un anumit context determinat de condițiile care au stat la baza conceperii acesteia. În plus, am prezentat unele argumente de natură teoretică, privind imposibilitatea conceperii unei teorii a structurii financiare, care să ia în considerare ansamblul aspectelor care au stat la baza apariției fiecărei teorii a structurii financiare.

### **SINTEZA CAPITOLULUI 3**

#### **Evidențe empirice privind relația dintre structura financiară și valoarea companiilor la nivel internațional**

În cadrul cercetării teoretice, influența structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor a fost analizată din punct de vedere empiric, prin prezentarea studiilor realizate la nivel internațional de diferiți autori.

Astfel studiile luate în considerare analizează influența structurii financiare sau a datoriilor asupra valorii companiei fie într-un context general, cum este cel al existenței oportunităților de creștere (studiu realizat de Alonso et al., 2005), al influențelor pe termen lung ale structurii financiare asupra valorii de piață a capitalurilor proprii (studiu realizat de Carpentier 2006) și al structurii financiare asupra valorii create pentru acționari sub forma valorii economice adăugate și a valorii de piață adăugate (studiu realizat de Atiyet, 2012).

Celelalte studii au analizat influența structurii financiare asupra valorii de piață a companiei într-un context specific, cum este cel al existenței consiliilor de administrație de tip ierarhizat (eng. „staggered boards”) (studiu efectuat de Jiraporn & Liu, 2008), al realizării operațiunilor de hedging (studiu întreprins de Khediri & Folus, 2010) sau cel al operațiunilor de sincronizare a structurii financiare cu piața obligațiunilor (studiu realizat de Song 2009).

De asemenea a fost studiat și efectul îndatorării asupra prețului acțiunilor, în contextul eficienței investiționale, a gradului de îndatorare al companiei față de nivelul său optim și al perspectivelor companiei (studiu realizat de Giner & Reverte, 2001), respectiv s-a analizat efectul îndatorării asupra performanțelor bursiere ale companiei în contextul studiilor de eveniment (studiu efectuat de Muradoglu & Sivaprasad, 2012).

Primul dintre studiile prezentate este cel întreprins de Alonso et al. (2005) care a analizat influența structurii financiare, a politicii de dividend și a structurii acționariatului asupra valorii de piață a companiilor. Studiul realizat a scos în evidență faptul că influența structurii financiare (determinată sub forma gradului de îndatorare), a politicii de dividend (sub forma ratei de distribuție a dividendelor) și a structurii acționariatului, are loc în mod diferențiat asupra valorii de piață companiilor, în funcție de oportunitățile de creștere, acestea din urmă nefiind luate în considerare în cadrul regresiilor ci doar pentru împărțirea în subeșantioane.

Studiul realizat de Carpentier (2006) a analizat influența structurii financiare, determinată sub forma variației ratei de creștere a datoriilor de-a lungul unei perioade de 9 ani, asupra valorii de piață a capitalului propriu, determinată sub forma variației raportului dintre valoarea de piață și valoarea contabilă a capitalului propriu. Scopul studiului a fost de a testa ipoteza irelevanței structurii financiare pentru valoarea companiei (propoziția 1 a lui Modigliani și Miller (1958)) în opoziție cu teoria echilibrului static dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței.

Studiul realizat de Jiraporn & Liu (2008) a analizat efectele consiliilor de administrație alese în mod ierarhizat (care realizează apărarea poziției managerilor ineficienți) asupra structurii financiare, valorii de piață a companiilor și asupra variației valorii acestor companii.

În contextul studiat de cei doi autori, unul dintre mecanismele guvernantei corporative care promovează apărarea managerilor în fața încercărilor de schimbare a echipei manageriale este reprezentat de consiliile de administrație alese ierarhizat. În contextul teoriei de agent, îndatorarea are rolul „de a atenua costurile de agent”. Măsurile de apărare ale managerilor în fața încercărilor de schimbare ale acestora influențează îndatorarea, iar „consiliile de administrație ierarhizate pot susține managerii ineficienți” în fața acestor încercări. În consecință, aceste consilii „pot motiva managerii să adopte un nivel mai scăzut al datoriilor, prin aceasta evitând mecanismele disciplinare asociate cu îndatorarea” (Jiraporn & Liu, 2008).

Astfel managerii obțin o libertate de acțiune în privința structurii financiare existând un număr de motive pentru care managerii adoptă „o îndatorare mai scăzută decât nivelul optim”: riscul asociat îndatorării și presiunea constantă asupra managerilor „pentru a plăti datoriile”. Autorii consideră că structura financiară se abate de la nivelul optim datorită măsurilor de apărare ale managerilor realizate cu ajutorul consiliilor de administrație de tip

ierarhizat (eng. „staggered boards”), îndatorarea fiind determinată de costuri de agent și afectează valoarea companiilor.

Atiyet (2012) a analizat impactul deciziei de finanțare asupra valorii create pentru acționari (măsurată prin intermediul indicatorilor valoare economică adăugată și valoare de piață adăugată), descompunând structura financiară sub forma autofinanțării, a emisiunilor de acțiuni și a datoriilor financiare. Autorul a constatat faptul că impactul celor trei componente asupra valorii create pentru acționari depinde de modul în care este cuantificată această valoare, prin cei doi indicatori.

Studiul realizat de Khediri & Folus (2010) a analizat dacă operațiunile de hedging au vreun efect asupra valorii de piață a companiilor precum și modul în care îndatorarea și alți factori determinanți influențează valoarea de piață a companiilor.

Cei doi autori au desfășurat o investigație empirică privind efectul operațiunilor de hedging cu instrumente derivate asupra valorii de piață a firmei, pornind de la o posibilă influență pozitivă a operațiunilor de hedging asupra valorii companiei, identificată de unii autori precum Allayannis și Weston (2001). Pe baza constatărilor realizate de către Ciner (2006), Khediri și Folus (2010) consideră că tranzacțiile cu instrumente financiare derivate sunt asociate cu operațiunile de hedging, aceste operațiuni fiind motivul tranzacționării derivatelor financiare.

Song (2009) a analizat dacă operațiunile de sincronizare cu dobânzile pieței obligațiunilor, realizate prin alegerea scadenței obligațiunilor, au un rol în modificarea costului capitalului și a valorii de piață a companiilor.

Examinarea s-a realizat prin analizarea abilităților de sincronizare ale managerilor cu piața obligațiunilor, prin compararea valorilor companiilor care realizează sincronizarea, cu cele ale companiilor care nu realizează sincronizarea. Aceasta înseamnă că în cazul în care managerii ar avea succes în implementarea sincronizării cu piața obligațiunilor, valorile companiilor ar crește. În caz contrar al inexistenței unei influențe de acest fel, managerii nu ar avea abilități de sincronizare iar piețele obligațiunilor ar fi eficiente și integrate cu piețele acțiunilor (Song, 2009).

Giner & Reverte (2001) au analizat influența structurii financiare asupra prețului acțiunilor, prin descompunerea valorii contabile a acțiunilor sub forma activelor și datoriilor și evaluarea impactului acestora asupra prețului acțiunilor. În acest sens, a fost luată în considerare eficiența investițională determinată de relația dintre rentabilitatea investiției și costul datoriei, în contextul teoriei echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței (prin analizarea apropierei sau îndepărtării de structura financiară optimă) și a teoriei semnalizării calității companiei cu proporția datoriilor (prin analizarea oportunităților de creștere) (Giner & Reverte, 2001).

Studiul realizat de Muradoglu & Sivaprasad (2012) a investigat efectul structurii financiare a companiilor și a sectoarelor de activitate asupra performanțelor companiilor, aceste performanțe putând fi considerate un mijloc indirect de măsurare a valorii companiilor. Influența „îndatorării asupra rentabilității acțiunilor” s-a realizat de către cele două autoare „separând efectul îndatorării ramurii de activitate de îndatorarea firmei și efectul compoziției sectorului”.

Rezultatele de ansamblu ale celor opt studii luate în considerare au evidențiat faptul că acestea pot fi grupate în trei categorii. Pe de o parte s-a evidențiat faptul că, în anumite cazuri valoarea de piață (a companiilor, a capitalului propriu sau a acțiunilor individuale) sau variația acesteia este influențată pozitiv de către indicatorii structurii financiare sau ai datoriilor cum sunt:

- gradul de îndatorare în cazul studiului lui Alonso et al. (2005) pentru companiile fără oportunități de creștere;
- variația îndatorării (generale, neatribuibilă consiliilor de administrație de tip ierarhizat) în cazul studiului lui Jiraporn & Liu (2008);
- îndatorarea companiilor din sectorul utilităților publice sau îndatorarea sectorului de activitate pentru companiile ce fac parte din sectoare cu concentrare și reglementare scăzută, în cazul studiului lui Muradoglu & Sivaprasad (2012);

În mod similar valoarea economică adăugată este influențată pozitiv de datoriile financiare în studiul lui Atiyet (2012).

Pe de altă parte în anumite cazuri valoarea de piață (a companiilor, a capitalului propriu, a acțiunilor individuale), variația acesteia sau valoarea de piață adăugată este influențată negativ de indicatorii structurii financiare sau ai datoriilor, precum:

- gradul de îndatorare pentru companiile cu oportunități de creștere, cum este cazul studiului lui Alonso et al. (2005);
- datoriile financiare în cazul studiului lui Atiyet (2012);
- levierul financiar în cazul studiului lui Khediri și Folus (2010);
- variația îndatorării pe termen lung față de anul anterior în cazul articolului lui Song (2009);
- datoriile pe acțiune dacă costul datoriilor este mai ridicat decât rentabilitatea investiției și structura financiară este mai îndepărtată de cea optimă sau raportul dintre valoarea de piață și valoarea contabilă a capitalurilor proprii mai scăzut decât valoarea sa mediană, în cazul studiului lui Giner și Reverte (2001);
- îndatorarea companiilor din sectoarele cu concentrare scăzută și nereglementate în cazul studiului realizat de Muradoglu & Sivaprasad (2012).

Spre deosebire de aceste studii, cel realizat de Carpentier (2006) a evidențiat inexistența unei influențe a structurii financiare asupra raportului dintre valoarea de piață și cea contabilă

a capitalului propriu. De asemenea îndatorarea anormală atribuită consiliilor de administrație alese ierarhizat (eng. „staggered boards”) și variația produsului dintre gradul de îndatorare și variabila consiliilor de administrație alese ierarhizat nu influențează valoarea de piață a companiilor sau variația acesteia în cazul studiului realizat de Jiraporn & Liu (2008).

## **SINTEZA CAPITOLULUI 4**

### **Studiu empiric privind structura financiară a companiilor cotate la B.V.B.: factorii determinanți și impactul asupra valorii de piață**

Studiul realizat pe piața de capital din România și-a propus identificarea principalilor factori determinanți ai structurii financiare a companiilor listate pe piața de capital din România. Modelele care au fost estimate în acest sens au utilizat două variabile explicative: gradul de îndatorare și levierul financiar.

Al doilea obiectiv principal al studiului empiric a urmărit analiza impactului structurii financiare asupra valorii companiilor. Variabila endogenă prin care este cuantificată valoarea de piață a companiei este rata Q a lui Tobin.

Studiul este realizat pe un eșantion de 24 de companii non-financiare, selectate pe baza unor caracteristici similare, observate în perioada 2005 - 2015, respectiv anii premergători crizei financiare globale, anii de criză, și perioada post-criză.

Analiza empirică este efectuată pe date de tip panel, variabilele utilizate fiind indicatori ai structurii financiare (grad de îndatorare și levier financiar), indicatori de performanță (rentabilitatea economică, cifra de afaceri, oportunitățile de creștere), indicatori ai dimensiunii companiei (valoarea logaritmată a activului total, valoarea logaritmată a cifrei de afaceri), ai tangibilității activelor și ai valorii de piață a companiei (rata Q a lui Tobin).

Modelele econometrice elaborate pentru piața de capital românească, care au avut drept obiectiv, analizarea influenței structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor, au luat în considerare toate societățile comerciale pe acțiuni listate pe piața reglementată a Bursei de Valori București în perioada 2005-2015 care au îndeplinit concomitent două criterii de selecționare, pentru a obține un eșantion de companii cu aceleași caracteristici generale:

- societățile comerciale nu fac parte din sectorul financiar; astfel din eșantion au fost eliminate instituțiile de credit, societățile de investiții financiare și societățile de servicii de investiții financiare;

- societățile comerciale trebuie să fie cotate la Bursa de Valori București pe piața reglementată („Piața Principală”); astfel societățile comerciale au fost cotate în cadrul

categoriilor I, II, III, Internațională sau Alte Instrumente Financiare Internaționale până la 05.01.2015, respectiv în cadrul categoriilor Premium, Standard, Internațională respectiv Alte Instrumente Financiare Internaționale începând cu 05.01.2015, în fiecare din anii perioadei 2005-2015. În consecință tranzacționarea acestora nu a suferit întreruperi mai mari sau egale cu 12 luni în cadrul fiecărui an calendaristic.

La data de 31.12.2015, care reprezintă sfârșitul perioadei luate în considerare, au fost listate pe piața reglementată (Segment Principal) un număr de 84 de companii. Din cadrul acestor companii un număr de 28 de companii au îndeplinit cele două criterii de selecție prezentate mai sus. Ulterior, au fost eliminate alte 4 companii, care înregistrau valori negative ale capitalului propriu, în unul sau mai mulți ani din cadrul perioadei, ca urmare a unor pierderi contabile cumulate foarte mari.

Pe baza valorilor variabilelor alese, pentru cele 24 de companii, s-au obținut date de panel balansat, cu ajutorul cărora au fost estimate mai multe modele econometrice, din rândul cărora unele au analizat influența factorilor determinanți asupra structurii financiare, iar altele au analizat impactul structurii financiare și a factorilor săi determinanți asupra valorii de piață a companiilor.

Factorii determinanți ai structurii financiare și ai valorii de piață ai companiei luați în considerare, au fost oportunitățile de creștere, profitabilitatea, mărimea companiei, politica de dividend (rata de distribuire a dividendelor), și tangibilitatea activelor. Acești factori sunt prezentați de cele mai importante teorii ale structurii financiare, în special de teoria echilibrului dintre avantajele fiscale al îndatorării și costurile insolvenței, teoria ierarhizării surselor de finanțare și teoria de agent a lui Jensen și Meckling.

Structura financiară a fost analizată prin intermediul a doi indicatori, gradul de îndatorare și levierul financiar. Valoarea de piață a companiei a fost determinată prin intermediul ratei Q a lui Tobin. Oportunitățile de investiții au fost analizate prin doi indicatori: variația logaritmului activelor la două momente de timp consecutive respectiv raportul valorii de piață la valoarea contabilă a capitalului propriu. Profitabilitatea a fost determinată prin rentabilitatea economică (rentabilitatea activelor). Politica de dividend a fost analizată prin intermediul ratei de distribuție a dividendelor. Mărimea companiilor este determinată fie prin logaritmul activelor totale, fie prin logaritmul cifrei de afaceri, iar tangibilitatea prin ponderea activelor imobilizate corporale în totalul activelor.

Statisticile descriptive au evidențiat o valoare mediană a ratei Q a lui Tobin de 81,82 % ceea ce indică o ușoară subevaluare a companiilor de către investitori, iar gradul de îndatorare are o valoare mediană de 28,71 %, în timp ce levierul financiar are o valoare mediană de 40,26 % ceea ce indică o îndatorare relativ scăzută a companiilor din eșantion. Rentabilitatea economică este de 2,91 % ceea ce indică o profitabilitate medie a companiilor.

De asemenea este evidențiat faptul că rentabilitatea economică înregistrată de către companiile listate pe piața de capital din România poate fi explicată prin prisma gradului de îndatorare. Astfel, un grad de îndatorare scăzut/relativ scăzut ( $< 40\%$ ), va avea implicații pozitive asupra rentabilității economice. Finanțarea companiilor cu precădere din surse externe (datorii) va genera un grad de îndatorare ridicat ( $> 60\%$ ), care va fi asociat cu diminuarea rentabilității economice și cu creșterea riscului de faliment.

Un impact negativ asupra valorii companiilor listate pe piața de capital din România, este generat de creșterea gradului de îndatorare. Investitorii au o aversiune față de risc și asociază existența unui grad de îndatorare semnificativ cu un risc crescut pentru companii, generând o subevaluare a acestora. Similar, lipsa sau ponderea ne semnificativă a datoriilor în finanțarea activității va determina subevaluarea companiilor.

Companiile care utilizează cu prioritate surse de finanțare interne sunt mai stabile iar existența unui grad de îndatorare scăzut sau relativ scăzut, în intervalul  $[20\%, 40\%)$  este asociat de către investitorii de pe piața de capital din România cu crearea de valoare.

De asemenea un nivel scăzut al rentabilității economice exercită o influență negativă asupra așteptărilor investitorilor, generând subevaluarea companiilor. Pe de altă parte, valorile ridicate ale ratelor de rentabilitate economică  $[10\%, 20\%)$  vor fi asociate cu un management eficient al resurselor și vor genera creșterea încrederii investitorilor în evoluția viitoare a companiilor.

Estimarea influenței factorilor determinanți asupra structurii financiare, realizată cu ajutorul mai multor regresii, au evidențiat faptul că indiferent de modul de calcul al structurii financiare, factorii săi determinanți exercită o influență în acord cu teoria ierarhizării surselor de finanțare și teoria de agent a lui Jensen și Meckling, mai puțin în ceea ce privește mărimea companiilor. Astfel, structura financiară prin cei doi indicatori ai săi, este corelată negativ cu profitabilitatea, rata de distribuție a dividendelor și tangibilitatea activelor și este corelată pozitiv cu oportunitățile de creștere și mărimea companiei, toți acești indicatori fiind în preponderent semnificativi econometric

După această etapă, s-a testat influența structurii financiare și a factorilor săi determinanți asupra valorii de piață a companiei.

Analizarea impactului avut de structura financiară asupra valorii de piață a companiilor a fost estimat prin mai multe seturi de regresii. Deoarece distribuția valorilor variabilelor ratei Q a lui Tobin este asimetrică, regresiiile au fost estimate în principal în funcție de valoarea logaritmată a ratei Q a lui Tobin. Cu toate acestea a fost estimat un set de regresii și în funcție de rata Q a lui Tobin nelogaritmată, pentru a analiza dacă, după logaritmare semnele corelațiilor se păstrează și în noile regresii estimate. Rezultatele estimării regresiiilor au evidențiat că

semnele corelațiilor dintre rata Q a lui Tobin și factorii săi determinanți se mențin și după logaritmarele variabilei dependente, ceea ce demonstrează robustețea rezultatelor.

Rezultatele estimării regresii au evidențiat faptul că rata Q a lui Tobin (sub formă logaritmantă sau nelogaritmată) manifestă corelații cu factorii săi determinanți care sunt dependente în anumite cazuri, de modul de determinare a variabilelor explicative (pentru unii din indicatorii care au fost determinați în două moduri). Astfel impactul structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor este pozitiv, indiferent dacă structura financiară a fost determinată prin gradul de îndatorare sau levierul financiar. Impactul profitabilității și al ratei de distribuție a dividendelor asupra valorii de piață a companiilor a fost de asemenea pozitiv. Pe de altă parte tangibilitatea activelor a avut un impact negativ asupra valorii de piață a companiilor. În ceea ce privește oportunitățile de creștere și mărimea companiilor, acestea au avut un impact negativ atunci când indicatorii respectivi au fost determinați în funcție de valoarea totală a activelor și un impact pozitiv, dacă au fost determinați prin metoda alternativă. Astfel oportunitățile de creștere determinate prin variația logaritmului natural al activelor au avut un impact negativ asupra valorii de piață a companiilor iar atunci când au fost determinate prin raportul valorii de piață la cea contabilă a capitalului propriu, impactul asupra valorii de piață a companiei a fost pozitiv. Similar, mărimea companiei a avut un impact negativ atunci când a fost determinată prin logaritmul natural al activelor și un impact pozitiv atunci când a fost determinată prin logaritmul natural al cifrei de afaceri. O explicație a influenței diferite asupra valorii de piață a companiilor exercitată de către oportunitățile de creștere și mărimea companiilor, se bazează pe impactul negativ al acestor indicatori determinați în funcție de valoarea totală a activelor. Acest impact se datorează faptului că piața de capital încorporează cu întârziere informația referitoare la mărimea activelor, precum și faptul că valoarea activelor (ce exprimă mărimea companiei) sau creșterea activelor (sub forma oportunităților de creștere) este percepută de piață ca un semnal negativ.

În plus, rezultatele estimării evidențiază faptul că în unele regresii structura financiară și factorii determinanți ai acesteia exercită influențe asupra valorii de piață a companiilor, în acord cu teoria ierarhizării surselor de finanțare, pentru majoritatea variabilelor explicative, în timp ce în alte regresii structura financiară și factorii săi determinanți și ai valorii de piață a companiei, exercită o influență în acord cu teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței, pentru majoritatea variabilelor independente.

De asemenea pe baza statisticilor descriptive s-a constatat că pentru intervalul [20% ; 40%) al gradului de îndatorare, companiile înregistrează creșteri ale valorilor de piață, urmate de scăderi ale acestor valori, după creșterea gradului de îndatorare peste limita superioară a intervalului menționat. De asemenea, deoarece gradul de îndatorare pentru companiile selectate are o valoare mediană de 28,71 %, rezultă că prin creșterea gradului de



îndatorare până la nivelul de 40 %, companiile ar putea să își majoreze valoarea de piață, după cum am prezentat anterior, gradul de îndatorare fiind relativ scăzut.

Impactul pozitiv al structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor în intervalul menționat este susținut și de și de faptul că pentru același interval al gradului de îndatorare, se înregistrează niveluri maxime ale rentabilității economice.

## **CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE**

Dezvoltarea teoriei financiare a condus la apariția unui număr important de teorii ale structurii financiare, care au analizat prin intermediul unor factori determinanți, modul în care aceștia au un impact asupra structurii financiare și valorii de piață a companiei.

Întrucât numărul acestor factori este foarte ridicat, cercetarea a avut ca scop prezentarea majorității acestora și selectarea celor mai importanți factori determinanți ai structurii financiare și valorii de piață a companiilor, în scopul utilizării lor în cadrul unor modele regresionale utilizate în cazul companiilor cotate la Bursa de Valori București.

În privința teoriilor structurii financiare, evoluția istorică a acestora a încercat să surprindă modul în care companiile își aleg sursele de finanțare în funcție de factorii determinanți, în cadrul unui context dat (al economiilor determinate de deductibilitatea fiscală a dobânzilor, a asimetriei informaționale, a costurilor de agent, al oportunităților de sincronizare cu piața datoriilor), permițând sau nu obținerea unei structuri financiare optime. În ciuda unei divergențe de opinii referitoare la existența unei structuri financiare optime, toate aceste teorii arată că în cazul unei piețe de capital având diverse imperfecțiuni, structura financiară influențează valoarea de piață a companiilor, determinând într-o măsură mai mare sau mai mică, atingerea obiectivului financiar fundamental, prin adoptarea unui comportament de finanțare specific fiecărei companii sau sector de activitate.

Rezultatele de ansamblu ale cercetării la nivelul pieței de capital reglementate din România, au evidențiat faptul că întreprinderile utilizează autofinanțarea într-o proporție ridicată, numărul întreprinderilor care acordă dividende fiind relativ scăzut. Cu toate acestea întreprinderile utilizează ca a doua sursă de finanțare datoriile, într-o pondere care este de asemenea relativ scăzută, după utilizarea surselor interne de finanțare.

Pe de altă parte finanțarea externă, provenind din surse proprii, sub forma majorărilor capitalului social prin aporturi în numerar și aporturi în natură, este rareori utilizată de întreprinderile românești, acestea neacordând o atenție sporită acestor modalități de procurare a unor capitaluri suplimentare. În consecință întreprinderile cotate la B.V.B., fructifică într-o mică măsură avantajul furnizat de piața de capital, acela de a obține o finanțare suplimentară care poate fi mai ieftină și alternativă la finanțarea externă provenită din credite bancare.

Această comportament de finanțare, este în concordanță cu teoria ierarhizării surselor de finanțare și cea de agent a lui Jensen și Meckling (1976). Luând în considerare aspectele referitoare la sistemele de guvernanză corporativă prezentate de Tricker (2015) respectiv Shleifer & Vishny (1997), acest lucru demonstrează faptul că și în cazul companiilor românești cotate pe piața reglementată a B.V.B., deciziile de finanțare externă sunt bazate pe o concepție puternic înrădăcinată în modelul de finanțare promovat de sistemul de guvernanză corporativă de tip continental european. Acest sistem de guvernanză utilizează creditele bancare, ca sursă externă de finanțare.

Nu în ultimul rând, faptul că pe de o parte, managerii companiilor românești cotate la B.V.B. iau decizii privind structura financiară în acord cu teoria ierarhizării surselor de finanțare și cu cea de agent a lui Jensen și Meckling (1976) iar pe de altă parte valoarea de piață a companiilor este deseori influențată în acord cu teoria echilibrului dintre avantajele fiscale ale îndatorării și costurile insolvenței, demonstrează faptul că teoriile structurii financiare, trebuie interpretate într-o manieră corespunzătoare contextului studiat.

Evaluarea impactului structurii financiare asupra valorii de piață a companiilor poate fi analizat într-un context extins. Astfel în cadrul unei direcții viitoare de cercetare, propunem extinderea analizei prin luarea în considerare a unor aspecte ale guvernanză corporative ale societăților din eșantion, care au influență asupra valorii de piață a companiilor. Acest lucru se realizează prin includerea unor variabile referitoare la concentrarea acționariatului, la numărul membrilor consiliului de administrație sau la frecvența întâlnirilor anuale ale membrilor acestora. În mod alternativ pentru luarea în considerare a aspectelor referitoare la guvernanză corporativă, poate fi conceput un indice al calității guvernanză corporative al societăților din eșantion. Acest indice permite examinarea celor mai importante aspecte ale guvernanză corporative.

De asemenea propunem extinderea eșantionului luat în considerare chiar dacă aceasta presupune utilizarea unor date de panel nebalansat, multe din companiile din eșantion neavând valori ale variabilelor pentru toți anii din cadrul perioadei de timp.

O altă direcție viitoare de cercetare poate să extindă studiul realizat prin includerea unor variabile legate de caracteristicile sectorului de activitate, similar studiului realizat de Muradoglu & Sivaprasad (2012). Aceste variabile se referă la îndatorarea mediană a sectorului de activitate, la nivelul median al oportunităților de creștere sau la variabile de tip „dummy” care să analizeze nivelul de reglementare sau cel de concentrare.

## BIBLIOGRAFIE

1. Alonso, A. de, P., Lopez Iturriaga, F.J. & Rodriguez Sanz, J.A.,(2005), *Financial decisions and growth opportunities: a Spanish firm's panel data analysis*, 15 (6), p. 391-407
2. Altuntas, M., Liebenberg, A. P., Watson, E.D. & Yildiz, S., (2017), *Hedging, Cash Flows, and Firm Value, Evidende of Indirect Effect*, Journal of Insurance Issues, 40 (1), p. 1-22
3. Argote, L. & Greve, H. R., (2007), *Behavioral Theory of the Firm—40 Years and Counting: Introduction and Impact*, Organization Science, 18 (3), p. 337-349
4. Atiyet, B.A., (2012), *The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation*, Journal of Business Studies Quarterly, 4 (1), p. 44-63
5. Baker, M., & Wurgler, J., (2002), *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance, 57 (1), p.1-32
6. Baltagi, B.H., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data, Third Edition*, Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
7. Baltagi, B.H., (2008), *Econometrics, Fourth Edition*, Berlin: Springer-Verlag
8. Baltagi, B. H., Bresson, G. & Piroette A., (2006), *Joint LM test for homoskedasticity in one way error component model*, Journal of Econometrics, 134 (2) p. 401-417;
9. Baltagi H. B., Feng Q., Kao C., (2008), *On Testing for Cross-sectional Dependence in Panel Data Models* disponibil la <http://www.maxwell.syr.edu/uploadedFiles/econ/BFK20081023.pdf?n=2579>, accesat la 05/04/2017
10. Bădulescu, A. & Păcală, A., (2013), *Institutional and Legal Premises of the Corporate Governance in Large, Listed Romanian Companies*, Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, 22 (2), p. 243-252
11. Bărbuță-Mișu, N., (2009), *Finanțarea și performanța întreprinderii*, București: Editura Didactică și Pedagogică
12. Bâlc, L. R., Ilieș R., Cioban, B. & Cuza, B., (2013), *Corporate Governance. Conceptual Approaches*, Managerial Challenges of the Contemporary Society (Source type: Conference Proceeding), (5), p. 14-17
13. Benson, B. W. & Davidson, W. N., (2010), *The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test of Enlightened Value Maximization*, Financial Management, 39 (3), p. 929-963
14. Berglof, E., (2011), *A European Perspective on the Global Financial Crisis*, Corporate Governance: An International Review, 19 (5), p. 497-501
15. Borlea, S. N. & Achim, M. V., (2013), *Theories of Corporate Governance*, Studia Universitatis Vasile Goldiș Arad, Economics Series, 23 (1), p. 117-128
16. Botezat, A. R., Stoichina, I., (2009), *Factors Influencing Decisions Regarding the Financial Structure of the Enterprise*, The Annals of the University of Oradea, Economic Sciences, 3 (18), Section: Finance, Banking and Accounting, p. 78-83
17. Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E.H., (1984), *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, The Journal of Finance, 39 (3), p. 857-878
18. Brendea, G., (2011), *Capital Structure Theories: A Critical Approach*, Studia UBB, Oeconomica, 56 (2), p. 29-39
19. Brezeanu, P., (2008), *Finanțe corporative, Vol. I*, București: Editura C.H. Beck
20. Brezeanu, P., (2009), *Finanțe corporative, Vol. II*, București: Editura C.H. Beck
21. Bursa de Valori București, (2015), *Codul de Guvernanță Corporativă*, disponibil la [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_Cod%20Guvernanta%20Corporativa\\_WEB\\_revised.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_Cod%20Guvernanta%20Corporativa_WEB_revised.pdf), accesat la 04/12/2016

22. Bursa de Valori București, Nestor Advisors, Nestor, Nestor, Diculescu, Kingston, Petersen – Attorneys & Counselors & S.C. Concept S.R.L., (2015), *Compendiu de bune practici de guvernare corporativă*, disponibil la [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_EBRD\\_Compndium\\_17.09.2015.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_EBRD_Compndium_17.09.2015.pdf), accesat la 04/12/2016
23. Bursa de Valori București, Nestor Advisors, Nestor, Nestor, Diculescu, Kingston, Petersen – Attorneys & Counselors & S.C. Concept S.R.L., (2015), *Manual privind Raportarea în materie de Guvernare Corporativă*, disponibil la [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO\\_EBRD\\_Manual%20privind%20raportarea%20in%20materie%20de%20GC\\_17.09.2015.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Diverse/RO_EBRD_Manual%20privind%20raportarea%20in%20materie%20de%20GC_17.09.2015.pdf), accesat la 04/12/2015
24. Bursa de Valori București: Raport Lunar Piața Reglementată Ianuarie 2015, p. 1-11, disponibil la: [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/IANUARIE\\_2015\\_RO.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/IANUARIE_2015_RO.pdf), accesat la 03.04.2017,
25. Bursa de Valori București: Codul Bursei de Valori București S.A. – Operator de Piață, Ediția 02.08.2016, p. 1-208, disponibil la: <http://www.bvb.ro/Juridic/files/Cod%20BVB%20op%2002082016.pdf>, accesat la 03/04/2017
26. Bursa de Valori București: Raport (buletin) Lunar Piața Rasdaq, Octombrie 2015, p. 1-6, disponibil la: [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/BuletinLunarBER\\_2015\\_10.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/BuletinLunarBER_2015_10.pdf) accesat la 03/04/2017
27. Bursa de Valori București: Buletin Lunar – Sistemul Alternativ de Tranzacționare ATS/AeRO, Octombrie 2015, p. 1-12, disponibil la [http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/ATS\\_Octombrie2015.pdf](http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/ATS_Octombrie2015.pdf), accesat la 03.04.2017)
28. Bursa de Valori București, Raport lunar Piața reglementată Decembrie 2015, p. 1-24, disponibil la: <http://www.bvb.ro/info/Rapoarte/Lunare/DECEMBRIE2015.pdf>, accesat la 03.04.2017
29. Carpentier, C., (2006), *The valuation effects of long-term changes in capital structure*, International Journal of Managerial Finance, 2 (1), p. 4-18
30. Claessens, S. & Yurtoglu, B. B., (2013), *Corporate governance in emerging markets: A survey*, Emerging Markets Review, 15, p. 1-33
31. Cotei, C. & Farhat, J., (2009), *The Trade-Off Theory and the Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive?* North American Journal of Finance and Banking Research, 3 (3), p. 1-16
32. Crișan, E. & Turdean, A.M., (2011), *Theories That Lie Behind Corporate Governance*, International Conference on management and Industrial Engineering, Bucharest, p. 172-179
33. Damodaran, A., (2015), *Applied Corporate Finance, Fourth Edition*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
34. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2008), *The law and economics of self-dealing*, Journal of Financial Economics, 88 (3), p. 430-465
35. Dougherty, C, (2011) *Introduction to Econometrics, Fourth, Edition*, New York: Oxford University Press
36. Dragotă, M., (2006), *Decizia de investire pe piața de capital. Criteriile de selecție bazate pe politica de finanțare, Guvernarea corporativă, Factori determinanți ai capitalului*, București: Editura ASE – Academia de Studii Economice din București
37. Drobetz, W. & Wanzenried, G., (2006), *What determines the speed of adjustment to the target capital structure?*, Applied Financial Economics. 16 (13), p. 941-958
38. Du Boys, C. & Tiberghien, B., (2009), *Reflecții cu privire la finalitatea și convergența sistemelor de guvernare corporativă/ Réflexion sur la finalité des systèmes de gouvernance d'entreprises et leur convergence*, Studia Universitatis Petru Maior, Series Oeconomica, 3 (1), p. 1-20, ISSN 1843-1127, disponibil la: <http://oeconomica.upm.ro/media/O3/1-19.pdf> accesat la 15/02/2016 [http://www.upm.ro/facultati\\_departamente/ea/RePEc/oeconomica/09/oeconomica0901\\_01.pdf](http://www.upm.ro/facultati_departamente/ea/RePEc/oeconomica/09/oeconomica0901_01.pdf), accesat la 15/02/2016;

39. Ducai, M.T., (2009), *Comportamentul investitorilor în raport cu politica de dividende și efectele acesteia asupra întreprinderii (Investors' Behaviour In Relation to Dividend Policy and Its Effects on the Enterprise)*, *Review of Management & Economic Engineering*, 8 (3), p. 195-208
40. Ducai, M.T., (2012a), *The Bank Loans Importance, Information Asymmetry and the Impact of Financial and Economic Crisis on Corporate Financing*, *Young Economists Journal/Revista Tinerilor Economisti*, 9 (18), p. 29-34
41. Ducai, M., (2012b), *Influența structurii financiare asupra valorii întreprinderii - dovezi ale pieței de capital românești (The Influence of Financial Structure On Enterprise Value - Evidence From Romanian Capital Market)*, *Review of Management & Economic Engineering*, 11 (1), p. 189-202
42. Fama, E.F. & French, K. R., (2002), *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, *The Review of Financial Studies*, 15 (1), p. 1-33
43. Feleagă, N. & Vasile, C., (2006), *Guvernanța întreprinderii, între clasicism și modernism*, *Economie Teoretică și aplicată*, 7 (502), p. 21-30
44. Feleagă, N., Feleagă L., Dragomir, V.D. & Bigioi, A.D., (2011), *Corporate Governance in Emerging Economies: The Case of Romania*, *Theoretical and Applied Economics*, 18 (9), p. 5-16
45. Frank, M.Z. & Goyal, V.K., (2003), *Testing the pecking order theory of capital structure*, *Journal of Financial Economics*, 67 (2), p. 217-248
46. Frank, M.Z. & Goyal, V.K., (2008), *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*, Chapter 12, p. 135-202; în B. Espen Eckbo (eds), *Handbook of Corporate Finance- Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Amsterdam:North-Holland
47. Frank, M. Z. & Goyal, V. K., (2009), *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably important?*, *Financial Management*, 38 (1), p.1-37
48. Freeman, R. E., (1984), *Strategic Management – A Stakeholder Approach*, Marshfield, Massachusetts/London: Pitman Publishing Inc./Pitman Books Limited
49. Freeman, R.E., Wicks, A. C. & Parmar, B., (2004), *Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”*, *Organization Science*, 15 (3), p. 364-369
50. Freeman, R.E., (2004), *The Stakeholder Approach Revisited*, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 5 (3), p. 228-241
51. Fülöp, M., T., (2011), *Corporate Governance-The Role and Application of the Principle of Transparency*, *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 20 (1), p. 616-621
52. Ganescu, M. C., Gangone, A. D., (2012), *A Methodology for Measuring Responsible Corporate Governance in Countries of Emerging Europe*, *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 12, (2)(16), p. 129-139
53. 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*, 11 (1), p. 51-69
54. Giner, B. and Reverte, C. (2001), *Valuation implications of capital structure: a contextual approach*, *The European Accounting Review*, 10 (2), p. 291-314.
55. Grosu M., (2011), *Codes and Practices of Implementation of Corporate Governance in Romania and Results Reporting*, *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 20 (2), p. 251-256
56. Gujarati, D.N., (2004), *Basic Econometrics, Fourth Edition*, New York: The Mc-Graw-Hill Companies
57. Halpern, P., Weston, J.F. & Brigham E.F., (1998), *Finanțe manageriale, Modelul Canadian*, București: Editura Economică

58. Harris, M. & Raviv, A., (1991), *The Theory of Capital Structure*, The Journal of Finance, 46 (1), p. 297-355
59. Hill, C. W. L. & Jones, T. M., (1992), *Stakeholder- Agency Theory*, Journal of Management Studies, 29 (2), p. 131-154
60. Hlouskova, J. & Wagner, M., (2006), *The Performance of Panel Unit Root and Stationarity tests, Results from a Large Scale Simulation Study*, Econometric Reviews, 25 (1) p. 85-116,
61. Hoanță, N., (2003), *Finanțele firmei*, București: Editura Economică
62. Huang, R. & Ritter, J.R., (2009), *Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44, (2), p 237–271
63. Hunter, J., Wu, F., 2011, - *Multifactor Consumption Based Asset Pricing Models Using the US Stock Market as a Reference: Evidence from a Panel of Developed Economies*, p. 1-19, disponibil la adresa [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2015481](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2015481)
64. Iskander, M.R. & Chamlou, N., (2000), *Corporate Governance: A Framework for Implementation, Overview*, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank Group, p.1-30, disponibil la <http://documents.worldbank.org/curated/en/831651468781818619/pdf/30446.pdf>, accesat la 18/02/2016
65. Jensen, M.C. & Meckling, W. H., (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3 (4), p. 305-360
66. Jensen, M.C., (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, 76 (2), p. 323-329
67. Jiraporn, P & Liu, Y, (2008), *Capital Structure, Staggered Boards and Firm Value*, Financial Analysts Journal, 64 (1), p. 49-60
68. Johnston, J. & DiNardo, J. (1997), *Econometric Methods, Fourth Edition*, New-York: McGraw-Hill
69. Khediri, K. B. & Folus, D., (2010), *Does hedging increase firm value? Evidence from French firms*, Applied Economics Letters, 17 (10), p. 2605-2617
70. Kim, E.H., (1982), *Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure*, The Journal of Finance, 37 (2), p. 301-319
71. Kraus, A. & Litzenberger, (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, The Journal of Finance, 28 (4), p. 911-922
72. Letza, S., Kirkbride, J., Sun, X. & Smallman, C., (2008), *Corporate governance theorising: limits, critics and alternatives*, International Journal of Law and Management, 50 (1), p. 17-32
73. Lemmon, M. L. & Zender, J. F. (2010), *Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45 (5), p. 1161-1187
74. Mainardes, E. W., Alves, H. & Raposo, M, (2011), *Stakeholder theory: issues to resolve*, Management Decision, 49 (2), p. 226-252
75. Markopoulou, M & Papadopoulos, (2009), *Capital Structure Signaling Theory: Evidence From the Greek Stock Exchange*, Portuguese Journal of Management Studies, 14 (3), p. 217-238
75. Miller, M.H., (1977), *Debt and Taxes*, The Journal of Finance, 32 (2), p. 261-275
77. Modigliani, F. & Miller, M.H., (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, 48 (3) p. 261-297
78. Modigliani, F. & Miller, M.H., (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, 53 (3) p. 433-443
79. Moldovan, N.C., (2004), *Costul și structura capitalului societății comerciale- Teorie și practică*, Timișoara: Editura Universității de Vest

80. Muradoglu, Y., G. & Sivaprasad, S., (2012), *Capital structure and abnormal returns*, International Business Review, 21 (3), p. 328-341
81. Myers S.C., (1984), *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, 39 (3), p. 574-592
82. Myers, S.C. & Majluf, N.S., (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, 13 (2), p. 187-221
83. Myers, S. C., (2001), *Capital Structure*, The Journal of Economic Perspectives , 15 (2), p. 81-102
84. Myers, S.C., (2003), *Financing of Corporations*, Chapter 4, p. 215-253, în Constantinides, G.M., Harris, M. & Stulz, R.M. (eds), *Handbook of the Economics of Finance, Volume 1, Part A*, Amsterdam: Elsevier B.V.
85. Nicholson, G. J. & Kiel, G. C., (2007), *Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance*, Corporate governance: An International Review, 15 (4), p. 585-608
86. Nistor, I. E., (2004), *Teorie și practică în finanțarea întreprinderilor*, Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință
87. Nistor, I. E., (2002), *Finanțele întreprinderii*, Cluj-Napoca: Presa Universitară Clujeană
88. Organisation for Economic Co-Operation and Development (O.E.C.D.), (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, p. 1-43, disponibil la:  
<http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN%2899%296&docLanguage=En> , accesat la 12/02/2016
89. Organisation for Economic Co-Operation and Development (O.E.C.D.), (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, p.1-66, disponibil la:  
<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, accesat la 12/02/2016
90. Organisation for Economic Co-Operation and Development (O.E.C.D.), (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, p. 1 – 56, disponibil la:  
<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1492889709&id=id&accname=guest&checksum=07CF1416AA757BED5BB342EEF21BB1B5>, accesat la 12/02/2016  
disponibil si la:  
<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1492889575&id=id&accname=guest&checksum=1C1A03BA7159358CE7C94B08B6BB2D60> , accesat in 12/02/2016
91. Pînzaru, F., Anghel, L. & Mihalcea A., (2015), *Corporate Governance in Emerging Markets. Evidence From the Romanian Companies Listed at Bucharest Stock Exchange*, Proceedings of the 11th European Conference on Management, Leadership and Governance, Military Academy Kisbon, Portugal, Academic Conferences & Publishing International Ltd.- Jose Carlos Dias Rouco (eds), p. 336-344
92. Popescu, L. & Vișinescu, S., (2009), *A Review of The Capital Structure Theories*, Annals of the University of Oradea, Economic Science Series,18 (3), p. 315-320
93. Pratt, S. P. & Grabowski, R. J., (2010) *Cost of Capital – Applications and Examples, Fourth Edition*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
94. Rajan, R.G. & Zingales L., (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, 50 (5), p. 1421-1460

95. Robu, V., Vătui, M., Anghel, I., Vasilescu, C., Șerban, C., Manea, C. L., Curpan, A. M. & Nichita M., (2004), *Analiza performanțelor firmelor românești cotate în contextul integrării în uniunea europeană. Problematika modelelor de guvernare corporativă folosite în țările din uniunea europeană și diagnosticarea modelului general de conducere și administrare specific firmelor românești cotate. Analiza comparativă a sistemului de guvernare corporativă a companiilor românești și a modelelor utilizate în țările din uniunea europeană*, Economia, Seria Management, 7 (2 Special), p. 381-388, disponibil la: <http://www.management.ase.ro/reveconomia/2004-special2/28.pdf>, accesat la 20/02/2016
96. Ross, S.A., (1977), *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, 8 (1), p. 23-40
97. Shleifer, A. & Vishny, R., (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, 52 (2), p. 737-783
98. Shyam-Sunder, L. & Myers, S.C., (1999), *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*, Journal of Financial Economics, 51 (2) p. 219-244
99. Silaș, C.G., (2007), *Creditul bancar - sursă de finanțare a întreprinderilor mici și mijlocii*, Timișoara: Editura Mirton
100. Song, K., (2009), *Does debt market timing increase firm value?*, Applied Economics, 41 (20), p. 2605-2617
101. Stancu, I., (2007), *Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului. Investiții directe și finanțarea lor. Analiza și gestiunea financiară a întreprinderii, Ediția a patra*, București: Editura Economică
102. Stancu, I., (2002), *Finanțe. Piețe financiare și gestiunea portofoliului. Investiții reale și finanțarea lor. Analiza și gestiunea financiară a întreprinderii, Ediția a treia*, București: Editura Economică
103. Stefanovic, R., Obradovic, V & Vuksanovic (2010), *Corporate Governance and Economic Development*, Conference Proceedings International Conference of the Faculty of Economics, Sarajevo, p. 1-14
104. Stiglitz, J.E., (1988), *Why Financial Structure Matters*, The Journal of Economic Perspectives, 2 (4), p. 121-126.
105. Stretcher, R. & Johnson S., (2011), *Capital structure: professional management guidance*, Managerial Finance, 37 (8), p. 788-804,
106. Titman S & Wessels, R., (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, The Journal of Finance, 43 (1), p. 1-19
107. Todea, A., (2008), *Investiții - Selecția și finanțarea proiectelor de investiții; Investiții financiare - Gestiunea portofoliului*, Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință
108. Toma, M. & Alexandru, F., (1998), *Finanțe și gestiune financiară de întreprindere*, București: Editura Economica
109. Trenca I. I., (2005), *Fundamentele ale managementului financiar*, Cluj-Napoca: Casa Cărții de Știință
110. Tricker, B., (2015), *Corporate Governance – Principles, Policies and Practices, Third Edition*, New York: Oxford University Press
111. Ursu, S., (2013), *Finanțarea firmelor în economiile emergente*, Iași: Editura, Universității „Alexandru Ioan Cuza”
112. Vintilă, G. (2004), *Gestiunea financiară a întreprinderii, Ediția a IV-a*, București: Editura Didactică și Pedagogică, R.A.
113. Vintilă, G., Onofrei, M. & Gherghina, Ș., C., (2015), *The Effects of Corporate Board and CEO Characteristics on Firm Value: Empirical Evidence from Listed Companies on the Bucharest Stock Exchange*, Emerging Markets Finance & Trade, 51 (6), p. 1244-1260



114. Wagner, P., Negruțiu, M., Băloiu, L. M., Duca, I., Văduva, F., Gherghina, R. & Teodorescu, L., (2005), *Principiile Guvernantei Corporative*, Revisa MegaByte, 1 (1), p. 31-38, articol disponibil la adresa URL (întreg volumul revistei): [http://megabyte.utm.ro/en/numere\\_complete/2005,%20Volumul%201,%20Nr.%201.pdf](http://megabyte.utm.ro/en/numere_complete/2005,%20Volumul%201,%20Nr.%201.pdf) , accesat la 18/02/2016  
sau la adresa URL (doar articolul avînd numerotarea paginilor de la 1 la 8): <http://megabyte.utm.ro/articole/2005/Economie/GuvenantaC.pdf> , accesat la 21/02/2016
115. Wang, M.C, (2015), *Value Relevance of Tobin's Q and Corporate Governance for the Taiwanese Tourism Industry*, Journal of Business Ethics, 130 (1), p. 223-230
116. Wooldridge, J., M., (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Massachusetts: The Massachusetts Institute of Technology Press
117. Wooldridge, J., M., (2003), *Introductory Econometrics, A Modern Approach, 2nd Edition*, Mason, Ohio: Thomson South-Western
118. Yang, C.C., Lee, C.-f., Gu, Y. X., Lee, Y.W, (2010), *Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets*, The Quarterly Review of Economics and Finance 50, (2), May 2010, p. 222-233

### Legislație

119. Ordinul Ministerului Finanțelor Publice Nr. 1802 din 29 decembrie 2014 - Partea I pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situațiile financiare anuale individuale și situațiile financiare anuale consolidate, publicat în: Monitorul Oficial nr. 963 din 30 decembrie 2014, disponibil la [https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/legislatie/OMFP\\_1802\\_2014.pdf](https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/legislatie/OMFP_1802_2014.pdf), accesat la 26/03/2017
120. Site Web: LeGE AZ: Legea 31/1990 privind societățile comerciale, actualizată 2017 – art 238: <http://legeaz.net/legea-31-1990/art-238> , accesat la 06.04.2017

### Site-uri Web și baze de date accesate la următoarele adrese URL:

121. Banca Națională a României, *Baza de date interactivă* disponibilă la: <http://www.bnr.ro/Baza-de-date-interactiva-604.aspx> , accesată la 14/03/2017
122. Banca Națională a României, *Raport Statistic, Cursul de schimb al pieței valutare – serii anuale*, disponibil la: <http://www.bnr.ro/Raport-statistic-606.aspx>, accesat la data de 14/03/2017
123. Bursa de Valori București, disponibil la: [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro), accesat în perioada 01/07/2015 – 25/06/2017
124. Bursa de Valori București disponibil la: [www2.bvb.ro](http://www2.bvb.ro) accesat în perioada 10/01/2015-25/05/2015 (vechiul site al B.V.B.) care a functionat în prima jumătate a anului 2015 în paralel cu noul site al B.V.B.: [www.bvb.ro](http://www.bvb.ro),
125. Bursa de Valori București, (2015), *Bursa de Valori București lansează un nou Cod de Guvernare Corporativă – Comunicat de Presă*, p. 1-2, disponibil la [http://www.bvb.ro/press/2015/comunicat%20de%20presa\\_Lansarea%20noului%20CGC\\_2209\\_2015.pdf](http://www.bvb.ro/press/2015/comunicat%20de%20presa_Lansarea%20noului%20CGC_2209_2015.pdf) accesat la 04/12/2016
126. Bursa de Valori București, *Avantaje și provocări ale listării la Bursă*, disponibil la: <http://www.bvb.ro/ForCompanies/WhyBvb/AdvantagesAndChallenges>, accesat la 25/03/2017
127. Bursa de Valori București (vechiul site): Informații dividende societăți, disponibil la: <http://www2.bvb.ro/ListedCompanies/StatusDivid.aspx> accesat la 31/03/2015
128. Bursa de Valori București (vechiul site web): Tranzacționare și statistici, disponibil la: <http://www2.bvb.ro/TradingAndStatistics/DailyMarketReport.aspx> accesat la 31/03/2015

129. Bursa de Valori București: Info Dividend: disponibil la:  
<http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/CorporateActions/InfoDividend> accesat la 21/02/2017
130. Bursa de Valori București: Rapoarte zilnice (de piață), disponibil la:  
<http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/Publications/DailyReport>, accesat la 21/02/2017
131. Bursa de Valori București: adresa URL generală a fiecărei societăți tranzacționate, secțiunile „Emitent; Știri, Informații financiare”, disponibilă la:  
[www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=\\*](http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=*)  
unde \* reprezintă simbolul bursier format din 2; 3 sau 4 litere al societății tranzacționate; accesat(e) la 21/02/2017
132. Bursa de Valori București: Statistici generale:  
<http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/Statistics/GeneralStatistics> , accesat la 21/02/2017
133. Eviews, User Guide II:  
<http://www.eviews.com/EViews8/EViews8/EViews%208%20Users%20Guide%20II.pdf>,  
accesat la 20/04/2017
134. Institutul Național de Statistică, *Indicii prețurilor de consum; rata inflației*:  
<http://www.insse.ro/cms/ro/content/ipc-serii-de-date>, accesat la data de 12/04/2012 și 14/03/2017
135. Site Web: Investopedia: *Price- Earnings Ratio*: <http://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>, accesat la 24/03/2017
136. Site Web: Investopedia: *Adverse Selection*:  
<http://www.investopedia.com/terms/a/adverseselection.asp>, Accesat la 25/03/2017
137. Site Web: Investopedia: “*What is the difference between amortization and depreciation*”:  
<http://www.investopedia.com/ask/answers/06/amortizationvsdepreciation.asp> , accesat la 16/03/2017
138. Site Web: Investopedia: *Q Ratio (Tobin’s Q Ratio)*:  
<http://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>, accesat la 11/04/2017

