

UNIVERSITATEA DIN CRAIOVA
FACULTATEA DE ECONOMIE ȘI ADMINISTRAREA AFACERILOR

REZUMATUL
tezei de doctorat intitulată

„IMPLICAȚIILE POLITICILOR FINANCIARE ALE FIRMELOR ASUPRA
EFICIENȚEI ECONOMICE”

Conducător științific, Prof. univ. dr. Lucian BUȘE

Doctorand, Daniela Bianca MOGOȘEANU

1. CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

INTRODUCERE	6
ASPECTE TEORETICE PRIVIND EFICIENȚA ȘI POLITICILE	
FINANCIARE ALE FIRMEI	10
1.1. Noțiunea de eficiență și performanță – elemente cheie în	
activitatea firmelor	10
1.1.1. Abordări teoretice și evoluția în timp a noțiunii de eficiență	11
1.1.2. Teorii ale activității firmelor și influența aplicării acestora asupra	
eficienței.....	14
1.1.3. Forme de exprimare ale eficienței.....	18
1.1.4. Concepte teoretice privind performanța	22
1.2. Considerații generale privind politicile financiare ale	
întreprinderii	25
1.3. Structura capitalului și influența sa asupra eficienței activității	
firmei	36
1.3.1. Teorii privind structura capitalului.....	36
1.3.2. Factorii determinanți ai structurii capitalului unei firme.....	42
1.3.3. Studii privind structura optimă a capitalului	48
MODELE ȘI METODE DE ESTIMARE ȘI DETERMINARE A EFICIENȚEI	
FIRMELOR.....	51
2.1. Concepte teoretice privind eficiența economică, eficiența	
tehnică și eficiența alocativă	51

2.1.1. Abordări din literatura de specialitate privind noțiunea de eficiență	.53
2.1.2. De la eficiența economică la eficiența alocativă.....	54
2.1.3. De la eficiența alocativă la eficiența costului și a profitului	57
2.2. Modele econometrice de estimare a eficienței	60
2.2.1. Tehnicile parametrice utilizate pentru estimarea eficienței	61
2.2.1.1. Metoda frontierei stocastice	61
2.2.1.2. Metodologia de estimare a eficienței în cadrul metodei frontierei stocastice	64
2.2.2. Tehnicile neparametrice utilizate pentru estimarea eficienței.....	68
2.2.2.1. Tehnica de anvelopare a datelor	68
2.2.2.2 . Metodologia de estimare a eficienței în cadrul tehnicii de anvelopare a datelor	71
2.3. Metode de determinare a factorilor ce influențează nivelul eficienței.....	73
2.4. Indicatori tradiționali de măsurare a nivelului eficienței	76
2.5. Limitele și avantajele utilizării indicatorilor tradiționali și modelării econometrice.....	83

STUDIUL DESCRIPTIV PRIVIND FACTORII EXTERNI ȘI INTERNI CARE INFLUENȚEAZĂ EFICIENȚA FIRMELOR DIN INDUSTRIA

PRELUCRĂTOARE.....	86
3.1. Firmele din industria prelucrătoare – pilon important al unei economii solide.....	86
3.1.1. Influența crizei economice globale asupra firmelor din industria prelucrătoare	87
3.1.2. Importanța eficienței firmelor din industria prelucrătoare.....	88
3.2. Analiza comparativă a factorilor externi ce influențează eficiența firmelor din industria prelucrătoare din România	90
3.3. Analiza comparativă a factorilor interni ce influențează eficiența firmelor din industria prelucrătoare din România în perioada 2006-2011	102
3.3.1. Măsurarea eficienței firmelor prin indicatorii economico-financiari .	102

3.3.2. Analiza indicatorilor ce reflectă politicile financiare	104
3.3.3. Analiza indicatorilor ce reflectă eficiența	111
3.3.4. Analiza indicatorilor ce reflectă nivelul de risc asumat de firme	120

MODELE DE ESTIMARE ȘI CUANTIFICARE A IMPACTULUI POLITICILOR FINANCIARE ASUPRA EFICIENȚEI FIRMELOR DIN INDUSTRIA PRELUCRĂTOARE DIN ROMÂNIA.....	125
4.1. Analiza și măsurarea eficienței firmelor din România prin intermediul indicatorilor economico - financiari	125
4.2. Studiu comparativ privind influența politicilor financiare adoptate de firme asupra eficienței. Modelare econometrică prin intermediul analizei SFA.....	136
4.2.1. Specificația modelului SFA adoptat și datele utilizate.....	139
4.2.2. Rezultate obținute și comentarii	143
4.3. Studiu empiric privind implicațiile politicilor financiare asupra eficienței firmelor din industria prelucrătoare din România în perioada 2006-2011	146
4.4. Impactul politicilor financiare adoptate de firme asupra ratei rentabilității economice. Studiu econometric pentru firmele din România	150
4.4.1. Rata rentabilității activelor și influența politicilor financiare – studii din literatura de specialitate	151
4.4.2 Metodologie și date utilizate.....	153
4.4.3. Interpretarea rezultatelor obținute.....	155
CONCLUZII	159
BIBLIOGRAFIE.....	169
INDEXUL FIGURILOR	185
INDEXUL TABELELOR	185
INDEXUL GRAFICELOR	186

2. CUVINTE CHEIE: eficiența economico-financiară, politicile financiare ale firmei, politica de finanțare, politica de investiții, structura capitalului, indicatori financiari, analiza economico-financiară, frontiera stocastică; metoda modelării econometrice, model de regresie a performanței.

3. SINTEZE ALE PĂRȚILOR PRINCIPALE ALE TEZEI DE DOCTORAT

În această teză, am abordat problematica analizei eficienței și influența politicilor financiare ale firmelor asupra eficienței la nivel microeconomic, deoarece aceasta a rămas o provocare majoră a cercetătorilor dacă ținem cont de faptul că în prezent nu există o teorie unanim acceptată a eficienței și, implicit, nu există o teorie optimă privind modul în care politicile financiare adoptate de firmă influențează eficiența activității firmelor.

Importanța deosebită acordată cunoașterii nivelului eficienței în mediul de afaceri și în cel academic imprimă un caracter dinamic și complex conceptului, justificând totodată demersul continuu de perfecționare a instrumentarului de măsurare și gestiune a performanței. Continua schimbare a tendințelor economiei mondiale, dublată de particularitățile și dificultățile specifice vremurilor de criză, întăresc necesitatea cunoașterii stării reale de performanță a unei firme și a oportunităților și amenințărilor ce decurg de aici. Astfel, în încercarea de a înțelege și controla succesul sau eșecul înregistrat de o firmă, problematica analizei eficienței și influenței politicilor financiare asupra acesteia continuă să reprezinte un subiect de maximă importanță și actualitate, deschis provocărilor, dăruirii și perseverenței.

Bogata moștenire științifică oferită de literatura de specialitate în materie de eficiență prezintă însă un pronunțat caracter subiectiv și cu valențe particulare de la o economie la alta. În baza acestor argumente, este deosebit de necesară și oportună analiza aplicabilității diferitelor instrumente de estimare și cuantificare a eficienței pe cazuri concrete, precum și crearea de modele și tehnici noi de măsurare a acesteia.

Pentru a cunoaște zestrea științifică, pentru a ajunge la ipotezele de lucru folosite pentru explicarea fenomenelor economice, metodelor de analiză și calcul am utilizat documentarea bibliografică, aceasta fiind o componentă a procesului de cercetare cu o importanță hotărâtoare pentru acesta. De asemenea, în lucrare am mai utilizat și mijloace logice, precum inducția și deducția, dar și metode de măsurare cantitativă. Un punct forte în cadrul metodologiei utilizate îl reprezintă diversitatea și complexitatea modelelor econometrice utilizate, majoritatea fiind construite urmând specificații proprii și estimate utilizând programe specializate.

În ciuda controverselor teoretice, studiul nivelului de eficiență a activității firmelor este foarte important. El permite justificarea acțiunilor întreprinse de către firme în scopul creșterii beneficiilor și reducerii costurilor economice. Studiul nostru se

plasează în această perspectivă. Nu ne-am propus să justificăm alegerea strategiilor de politică financiară și nici să punem în evidență strategia cea mai potrivită pentru fiecare firmă. Din contră, am evaluat efectele acestora asupra eficienței firmelor prin intermediul unor modele econometrice moderne. Această cercetare se dovedește extrem de utilă deoarece pentru a maximiza beneficiile și pentru a reduce costurile necesare obținerii acestor beneficii trebuie să identificăm factorii determinanți ai eficienței și, implicit, să determinăm influența pe care politicile financiare adoptate de firme o au asupra eficienței.

Subordonată titlului lucrării, abordarea problematicii eficienței și a factorilor determinanți ai acesteia este modularizată în patru capitole, logic articulate și corespunzător dimensionate.

Astfel, **o încadrare în primul capitol** a principalelor elemente în jurul cărora este structurată teza prin referirile la literatura de specialitate este absolut necesară. Prin intermediul literaturii de specialitate avem posibilitatea să cunoaștem zestrea științifică, ipotezele de lucru folosite pentru explicarea fenomenelor economice, modelele econometrice, concluziile și teoriile științifice ale domeniului.

Am considerat necesar să încep demersul teoretic din primul capitol prin sublinierea importanței noțiunii de eficiență. În opinia noastră, succesul sau insuccesul în afaceri, indiferent de domeniul de activitate, depinde de eficiența economică a activității desfășurate. Eliminarea sau îmbunătățirea unei activități ineficiente va duce la reducerea costurilor resurselor și, implicit, la creșterea eficienței. Evaluarea performanțelor, precum și realizarea comparațiilor în funcție de un etalon standard, ajută procesele economice să devină mai productive și mai eficiente. Evaluarea performanțelor este foarte importantă pentru îmbunătățirea instrumentelor utilizate în menținerea competitivității. Astfel, eficiența reprezintă o variabilă ale cărei implicații rămân foarte importante în activitatea firmelor. În literatura de specialitate, există o întreagă varietate de opinii și abordări în privința conceptului de eficiență, în general, și a conceptului de eficiență economică la nivel microeconomic, în special. În sens economic, conceptul de eficiență caracterizează modul de utilizare a resurselor în procesul de producție. Problemele eficienței activității economice n-ar exista, dacă resursele ar fi nelimitate. Însă, cea mai mare parte din resursele care se află la dispoziția societății au un caracter limitat. Tocmai această limitare a resurselor face ca problemele abordării eficienței să devină tot mai importante, întrucât, prin soluționarea lor, întreprinzătorii trebuie să găsească răspuns la o serie de întrebări complicate privind cât, ce și cum să producă. Având în vedere acest lucru, unii economiști consideră că esența eficienței economice constă, nu în raportul dintre cheltuieli și rezultat, cum deseori este definită, ci în relațiile de producție, repartiție și schimb, care condiționează reducerea eforturilor pentru obținerea unui efect util.

Analiza privind eficiența nu a putut fi continuată fără a face referire la politicile

financiare adoptate de firme, mai exact la deciziile care stau la baza desfășurării unei activități eficiente. În acest sens am considerat necesară o descriere mai amănunțită a modului în care structura capitalului influențează eficiența. Decizia privind structura capitalului este o problemă complexă în activitatea oricărei firme, din moment ce există diverse posibilități de finanțare. În literatura de specialitate, există trei parametri care caracterizează cel mai bine structura capitalului și anume: rata îndatorării, exigibilitatea datoriilor și alegerea monedei de finanțare. Decizia privind structura capitalului unei firme reprezintă una dintre cele mai importante decizii din cauza faptului că afectează costul capitalului, deciziile de bugetare ale capitalului, precum și valoarea firmei. Cercetătorii, în lucrările lor, au încercat mereu să dea un răspuns în ceea ce privește structura optimă a capitalului sau îndatorarea optimă. Majoritatea studiilor empirice tind să analizeze deciziile cu privire la structura capitalului luate de firmele din țările dezvoltate și în curs de dezvoltare. Prin urmare, la baza unui management de succes, se află dezvoltarea și menținerea unui set consistent de strategii de afaceri, obiective de investiții, politici financiare care se consolidează reciproc. Acestea trebuie să fie alese în urma unei analize riguroase a variatelor compromisurilor economice ce vor fi acceptate de agentul economic, atât individual cât și în diferite combinații unele cu altele.

Mutând granițele analizei în contextul **capitolului al doilea**, studiul a continuat cu evidențierea principalelor forme de exprimare ale eficienței, precum și a celor mai utilizate metode pentru măsurarea nivelului de eficiență a firmelor. Am considerat necesară trecerea în revistă a acestor metode, deoarece ele vor sta la baza procesului de estimare a eficienței firmelor în cadrul capitolului patru. Având în vedere că la baza acestei lucrări stă eficiența activității firmelor, un lucru foarte important l-a reprezentat stabilirea într-un mod foarte clar ce este eficiența și care sunt metodele cele mai utilizate de măsurare ale eficienței. Ulterior, am determinat influența politicilor financiare asupra eficienței firmelor.

Abordările cu privire la măsurarea eficienței sunt, în general, împărțite între: analize parametrice, care implică analiză econometrică și analiză neparametrică, care presupune metode de programare matematică. Chiar dacă inițial ambele tehnici au fost folosite pentru a studia eficiența tehnică, astăzi ele sunt răspândite pe scară largă ca modele standard menite să evalueze eficiența costurilor.

Din categoria tehnicilor parametrice, acestea sunt construite pe noțiunea de caracter stocastic al datelor utilizate în estimare. În practică, au fost utilizate o serie de tehnici parametrice, însă cea mai utilizată a fost metoda frontierei stocastice (Stochastic Frontier Approach). Modelul frontierei stocastice permite: variația în timp a ineficienței tehnice și a elasticității inputurilor pentru a detecta schimbările din cadrul structurii producției; existența unei funcții a efectelor ineficienței ce cuprinde un set de variabile ce sunt estimate simultan cu frontiera stocastică. Abordarea este stocastică și

firmele se pot poziționa în afara frontierei, fie pentru că sunt ineficiente, fie din cauza șocurilor aleatorii sau cuantificării erorilor.

În ceea ce privește tehnicile neparametrice ne-am oprit la descrierea mai amănunțită a tehnicii de anvelopare a datelor (DEA). Scopul acestei tehnici este de a genera indicatori care să reflecte mai complet și mai adecvat performanța în orice sector de activitate. Astfel, inițial, metoda presupune specificarea unui model care să definească inputurile și outputurile cele mai importante pentru o unitate de decizie. Apoi sunt colectate date privind inputurile și outputurile și, prin intermediul programării liniare, este estimată frontiera de eficiență. În funcție de modul în care fiecare unitate de decizie se plasează față de această frontieră este determinat scorul de eficiență. Prioritatea DEA ca o alternativă față de alte metode de estimare a eficienței constă în următoarele: frontiera outputurilor se poate găsi ușor; nu este necesar a se căuta tipul și forma funcției, fiindcă frontiera posibilităților de producție se determină ca o anvelopare a datelor.

Având în vedere faptul că ne-am propus în cadrul acestei lucrări să analizăm eficiența firmelor, am considerat oportun să prezentăm și metodele de determinare a factorilor determinanți ai eficienței. Pentru a-i putea identifica am utilizat modelul dezvoltat de Batesse și Coelli.

Pentru a cuantifica eficiența și a determina factorii ce o influențează am utilizat metoda frontierei stocastice. Există două motive care au stat la baza alegerii metodei stocastice pentru estimarea frontierei eficienței. În primul rând, am considerat rezonabil faptul că în analiza eficienței firmelor există erori în seriile de date statistice utilizate în analiza. În al doilea rând, datele utilizate ca inputuri în cadrul modelului au caracter contabil. Atunci când se utilizează date contabile, este prezent riscul creat de inexactitățile din normele contabile ce ar face ca măsurarea inputurilor și outputurilor să fie deviată de outputurile și inputurile economice. Ar trebui să se evite ca erorile de măsurare, apărute din cauza factorilor menționați anterior, să fie asimilate ca ineficiență pentru firmele incluse în analiză.

În cadrul literaturii economice moderne, creșterea activității unei firme depinde de prezența sau formarea unei rețele și a unui mediu favorabil inovației, care se bazează pe capacitățile endogene de dezvoltare ale firmei. Chiar dacă factorii specifici firmei sunt determinați importanți ai activității de inovare, oportunitățile tehnologice și mediul antreprenorial favorabil au, de asemenea, un efect pozitiv asupra inovării.

Cu toate că există o serie de tehnici econometrice pentru măsurarea nivelului eficienței firmelor, în analiza eficienței activității, un instrument important de investigare îl constituie indicatorii economici. Rolul lor este acela de a exprima conținutul real al diferitelor caracteristici ale fenomenului economic, supuse analizei, cum ar fi: raportul dintre mărimile acestor caracteristici, corelațiile dintre ele, evoluția lor în timp etc. Eficiența poate fi determinată și cu ajutorul unei serii de indicatori ce

pot avea forme și structuri variate. Prin intermediul acestor indicatori se analizează cheltuielile angrenate în funcție de specificul activității firmei, precum și efectele obținute în urma efectuării acestor cheltuieli. La nivel firmei, se poate discuta de un set de indicatori generali ai eficienței, dintre care, cei mai întâlniți sunt: eficiența factorilor de producție, eficiența consumului de resurse materiale, eficiența structurii consumului de resurse și a rezultatelor și eficiența economico-financiară.

În cadrul **capitolului al treilea**, ne-am propus să oferim o perspectivă a variabilelor specifice mediului extern, dar și mediului intern care influențează activitatea firmelor. În prezent, activitatea firmelor este marcată de efectele crizei economice globale. Aceasta a avut o influență semnificativă asupra firmelor din Uniunea Europeană, în special asupra unor țări membre, în curs de dezvoltare, ca Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România și Bulgaria. Motivele și circumstanțele crizei economice, din diferite țări și în diferite perioade, sunt variate. Criza mondială a demonstrat faptul că economiile regionale, dar și cele dezvoltate, precum Uniunea Europeană sau SUA, nu sunt capabile să facă față noilor provocări. Astfel, fiecare stat membru al Uniunii Europene încearcă să adopte cele mai bune măsuri pentru combaterea efectelor crizei economice. Diversitatea mediului economic și financiar, caracteristicile economice și obiectivele politicii economice conduc la necesitatea adoptării unor măsuri diferite pentru a stopa efectele crizei.

În cea de-a doua parte a acestui capitol, ne-am propus să punem accent pe analiza indicatorilor ce caracterizează politicile financiare, nivelul eficienței și performanței, nivelul riscului asumat. Această analiză am întreprins-o pe baza situațiilor financiare pentru firmele din industria prelucrătoare din cinci țări, Polonia, Republica Cehă, Ungaria, România și Bulgaria. În prezent, firmele din Uniunea Europeană își desfășoară activitatea într-un climat macroeconomic dificil și fac eforturi anevoioase pentru revenirea la situația înregistrată în 2008 în ceea ce privește performanțele economice și personalul angajat existente anterior instalării crizei economice. Firmele din Europa se confruntă cu o importantă provocare privind creșterea competitivității economice prin ridicarea nivelului de productivitate a muncii. În acest sens, au fost lansate noile inițiative pentru competitivitatea Uniunii Europene care vizează componente cheie precum: inovarea, creșterea producției high-tech și a serviciilor bazate intensiv pe știință, noile competențe și calificări, dezvoltarea durabilă.

Pentru firmele europene din industria manufacturieră, eficiența utilizării resurselor nu este numai o problemă critică, ci joacă și un rol important pentru competitivitatea lor. Pentru a aborda cât mai bine această problemă, trebuie să înțelegem cât mai bine cele patru dimensiuni ale termenului resurse: materii prime, resurse energetice, consumabile necesare pentru obținerea unui produs și fluxurile de deșuri necesare a fi recuperate sau reciclate cât mai mult posibil. Toate acestea sunt puternic interconectate în cadrul ciclului de viață al unui produs. Prin urmare creșterea

eficienței utilizării resurselor presupune o optimizare integrată a acestora. Situația economică actuală variază semnificativ în funcție de sectoarele din cadrul industriei prelucrătoare, precum și în funcție de perspectivele și de provocările viitoare.

În demersul nostru, ne-am propus să evidențiem modul în care indicatorii analizați au influențat eficiența firmelor. Pentru a realiza acest obiectiv am analizat următorii indicatori: rata de creștere a activelor; evoluția în dinamică a cifrei de afaceri; evoluția în dinamică a EBIT; rata rentabilității activelor; rata rentabilității capitalului propriu; rata rentabilității vânzărilor; gradul de îndatorare; levierul financiar; rata cheltuielilor cu amortizarea și deprecierea în total active immobilizate; rata de rotație a activelor; rata activelor immobilizate; rata lichidității generale; rata solvabilității patrimoniale. În urma analizei întreprinse putem concluziona că impactul crizei financiare și economice asupra industriei prelucrătoare din Uniunea Europeană a fost unul sever, deoarece veniturile acestei industrii au scăzut inițial cu circa 20% având o ușoară creștere în a doua jumătate a anului trecut. Efectele crizei economice din Europa s-au propagat și în reducerea investițiilor și a cererii internaționale.

În dorința de a oferi informații suplimentare cu privire la eficiența activității firmelor și influența politicilor financiare asupra acesteia în perioada 2006-2011, **în cadrul capitolului patru** ne-am propus să efectuăm o analiză descriptivă a indicatorilor financiari pentru firmele din industria prelucrătoare din România și, utilizând două metode econometrice pentru a identifica nivelul eficienței și factorii determinanți ai acesteia. Cele două modele econometrice utilizate ne-au permis să comparăm nivelul eficienței firmelor din România cu firme din alte țări, dar și să observăm modul în care indicatorii ce caracterizează politicile financiare ale firmelor influențează eficiența. Totuși, am considerat necesar ca, înainte de a prezenta studiile econometrice și rezultatele obținute, să evidențiem mai detaliat sectorul firmelor din România și, utilizând indicatorii din capitolul trei, să comentăm evoluția acestora.

În anul 2011, dinamica situațiilor financiare ale companiilor a avut evoluții mixte: sănătatea financiară la nivel agregat a firmelor s-a îmbunătățit, dar evoluțiile au fost eterogene, cu vulnerabilități importante în structură și procesul de schimbare sustenabilă a modelului de creștere economică a continuat. Evoluțiile favorabile menționate s-au manifestat inegal în cadrul economiei, cu diferențe importante în structură. În primul rând, analiza firmelor după criteriul dimensiunii arată că întreprinderile mici și mijlocii au consemnat un risc de credit în creștere. Fenomenul insolvenței și falimentului s-a temperat în anul 2011. Numărul companiilor nou-intrate în insolvență sau faliment în anul 2011 a scăzut cu circa 5 la sută față de anul 2010, însă se menține semnificativ peste nivelul din anul 2009 (cu aproximativ 32 la sută mai mare). În aceste condiții, este evident faptul că putem vorbi, urmare a crizei economice, de o creștere a importanței conceptului de eficiență. Într-un mediu

turbulent, numai firmele cu un nivel sporit de eficiență vor reuși să desfășoare o activitate sustenabilă și să creeze valoare adăugată pe termen lung.

În cadrul primului studiu econometric, ne-am propus să realizăm o comparație a nivelului eficienței firmelor între țările emergente din regiune, dar și să punem în evidență și impactul politicilor financiare asupra nivelului eficienței în perioada 2006-2011. Eficiența firmelor și identificarea factorilor determinanți a fost măsurată prin intermediul SFA. Mai exact, în estimare am adoptat modelul SFA propus Greene (2005). Contribuția studiului nostru la literatura existentă este semnificativă din mai multe puncte de vedere. **În primul rând,** în model am inclus un număr considerabil de observații pentru firme din cinci țări. **În al doilea rând,** studiul nostru a oferit rezultate privind diferențele de ineficiență dintre țări, dar și factorii ce influențează acest nivel. Considerăm că aceste evidențe sunt necesare, având în vedere și efectele crizei economice asupra activității firmelor. **În al treilea rând,** considerăm că rezultatele obținute sunt importante pentru a înțelege modul în care activitatea firmelor a evoluat în perioada 2006 – 2011.

Rezultatele obținute au indicat faptul că, în comparație cu România, majoritatea țărilor incluse în analiză obțin rezultate mai bune. Astfel, firmele din Polonia, Republica Cehă și Ungaria formează un grup destul de omogen în ceea ce privește rezultatele obținute. Firmele din aceste țări operează, în comparație cu firmele din România, mult mai eficient, diferențele fiind destul de ridicate. Pe de altă parte, firmele din România și din Bulgaria formează un al doilea grup, între aceste țări diferențele fiind mai scăzute. Practic, corelând aceste rezultate cu nivelul de dezvoltare din țările incluse în analiză se observă o similitudine între cele două variabile. Astfel, nivelul de dezvoltare economică și eficiența firmelor sunt două variabile interdependente.

În continuare, am analizat impactul variabilelor specifice politicilor financiare ale firmelor asupra nivelului ineficienței, din analiză reieșind aspecte importante. Rezultatele obținute indică faptul că rata rentabilității capitalului propriu și rata solvabilității patrimoniale influențează în mod negativ ineficiența firmelor. Rata imobilizărilor corporale are o influență pozitivă asupra ineficienței.

Cel de-al doilea demers empiric s-a concretizat în estimarea unui model SFA numai pentru firmele din România. În literatura de specialitate din România, spre deosebire de alte țări, modelele SFA nu au fost utilizate pentru a studia nivelul eficienței firmelor. Având în vedere acest aspect, demersul nostru este cu atât mai important. În plus, cu ajutorul acestui model, am scos în evidență și modul în care nivelul eficienței a fost influențat de politicile financiare.

Rezultatele obținute indică faptul că în cazul funcției producției, toți coeficienții asociați variabilelor de input sunt pozitivi și sunt semnificativi. De asemenea, coeficienții la pătrat ai variabilelor de input sunt pozitivi. Având în vedere aceste considerente, putem spune că, în general, creșterea numărului de salariați sau

creșterea activelor fixe (inputuri mai mari) vor genera o creștere a valorii adăugate, adică a outputului. Rezultatul obținut indică un semn bun pentru firme. Pe de altă parte, acest rezultat trebuie să fie însoțit și de o eficiență cât mai ridicată pentru a maximiza efectele obținute.

Analizând factorii determinanți ai eficienței, am observat o influență pozitivă a ratei solvabilității patrimoniale asupra ineficienței. În acest caz, creșterea ponderii capitalurilor proprii în total pasive generează o creștere a nivelului de ineficiență (o scădere a eficienței).

Ulterior, am înlocuit în model rata solvabilității patrimoniale cu rata îndatorării globale, calculată ca raport între datoriile totale și activele totale. Rata îndatorării globale are o influență negativă asupra ineficienței, ceea ce înseamnă că o creștere a ponderii datoriilor totale în activ conduce la o eficiență mai sporită pentru firme.

Ultima abordare econometrică evidențiază impactul unor indicatori ce reflectă caracterul politicilor financiare asupra ratei rentabilității economice. Studiul l-am realizat pentru firmele din România, ce operează în industria prelucrătoare, pe baza datelor din perioada 2006-2011. Indicatorii prin care se apreciază rentabilitatea sunt printre cei mai importanți indicatori utilizați de o companie în gestiunea internă. Indiferent de forma de exprimare (rentabilitate economică, financiară, a vânzărilor), aceștia se regăsesc în cadrul setului de indicatori publicați de majoritatea companiilor.

În modelul nostru, rentabilitatea activelor va fi variabila dependentă, iar în cadrul variabilelor independente am inclus diferiți indicatori ce caracterizează diferite politici (de finanțare, de investiții) adoptate de firme. Concret, între variabilele independente am inclus: rata lichidității; rata îndatorării globale; rata imobilizărilor corporale; rata rentabilității capitalului propriu; rata productivității; rata rentabilității vânzărilor; ponderea deprecierii și amortizării în total active fixe; raportul dintre datoriile totale și capitalul propriu; rata de creștere a cifrei de afaceri.

Rata îndatorării globale are o influență negativă asupra ratei rentabilității activelor. Astfel, o creștere a ponderii datoriilor în activul total va genera o scădere a ratei rentabilității activelor. În opinia noastră, acesta poate fi unul dintre motivele pentru care firmele din România sunt mai puțin eficiente și generează o valoare adăugată scăzută. Influența negativă a îndatorării asupra ratei rentabilității activelor poate fi explicată și prin lipsa unei piețe financiare mature, prin costurile ridicate asociate împrumuturilor cauzate și de lipsa unei piețe de capital care să reprezinte o alternativă la piața bancară, firmele nereușind să rentabilizeze activele într-o măsură suficient de ridicată pentru a crește eficiența. De altfel, și influența ratei activelor imobilizate vine în sprijinul acestei afirmații. Coeficientul asociat levierului financiar este nesemnificativ din punct de vedere statistic.

Ponderea deprecierii și amortizării în active fixe, indicator ce reflectă politica de investiții, are o influență negativă asupra ratei rentabilității activelor. Rezultatul este normal, dacă avem în vedere faptul că o creștere a investițiilor implică o creștere a cheltuielilor. Mai mult, sursa acestor investiții poate fi reprezentată de profitul firmelor, ceea ce conduce la scăderea ratei rentabilității activelor. În viitor, în funcție de caracterul investițiilor (termen scurt; termen mediu și lung), acestea pot conduce la o creștere a rentabilității activelor. Indicatorii ce reflectă nivelul eficienței și performanței firmelor (rata rentabilității vânzărilor, rata rentabilității financiare și productivitatea) sunt corelați pozitiv cu rata rentabilității activelor. Astfel, o creștere a acestor indicatori va conduce și la o apreciere a ROA. Dintre cei trei indicatori, impactul cel mai semnificativ asupra ROA îl are rata rentabilității vânzărilor, în timp ce rata productivității are o influență mai scăzută. Rezultatul obținut este unul conform cu așteptările, în general, o creștere productivității sau a rentabilității vânzărilor conducând și la o creștere a rentabilității activelor. În mod surprinzător, creșterea cifrei de afaceri nu conduce și la o creștere a ratei rentabilității activelor. La baza acestui rezultat stau două explicații, fie această creștere a fost realizată pe baza investițiilor, fie impactul pozitiv asupra ratei rentabilității activelor a fost absorbit de ratele de performanță.

Contribuția cercetărilor din prezenta lucrare este importantă, dar și originală din mai multe puncte de vedere. **În primul rând**, din cunoștințele noastre, modelele SFA nu au mai fost utilizate pentru a cuantifica nivelul eficienței și pentru a identifica factorii determinanți ai acesteia la nivelul firmelor din industria prelucrătoare din România. **În al doilea rând**, am utilizat trei modele econometrice pentru a studia în detaliu eficiența firmelor. Unul reprezintă o analiză comparativă a firmelor din industria prelucrătoare din România. Scopul acestuia este de a identifica diferențele de eficiență dintre firmele incluse în studiu. Celelalte două modele sunt aplicate numai firmelor din România. **În al treilea rând**, demersul econometric este însoțit de o descriere detaliată a indicatorilor ce caracterizează eficiența și politicile financiare adoptate de firme. În acest fel, cu ajutorul rezultatelor obținute din estimările econometrice și, prin intermediul studiilor descriptive, consider că am reușit să caracterizez cât mai complet eficiența firmelor din industria prelucrătoare, punând accent pe nivelul eficienței și factorii determinanți ai acesteia. **În al patrulea rând**, considerăm că rezultatele obținute ne permit să înțelegem modul în care eficiența firmelor este influențată de politicile financiare. În acest mod, se pot identifica mult mai ușor posibilitățile prin care eficiența firmelor poate fi sporită.