

TEORIA FINANCIARĂ: INCURSIUNI ÎN ISTORIA EVOLUȚIEI ACESTEIA

Rodica PERCIUN, dr., IEFS

Recenzent: Angela TIMUȘ, dr., conf. cerc., IEFS

Managementul financiar a apărut ca un domeniu separat de studiu la începutul sec. XX. Evoluția sa poate fi împărțită în trei faze (deși hotarele de delimitare dintre aceste faze sunt oarecum arbitrare). Faza de tranziție începe în anii patruzeci și continuă până la începutul anilor cincizeci. Deși natura managementului financiar în timpul acestei etape este similară cu cea din etapa tradițională, un accent este pus pe situațiile cu care se confruntă managerii financiari zi de zi, și anume cu probleme ce țin de analiză, planificare, control etc. Faza modernă începe la jumătatea anilor 50 și cunoaște un ritm accelerat de dezvoltare, cu infuzii de idei luate din teoriile economice și aplicative, precum și utilizarea metodelor cantitative de analiză.

Cuvinte cheie: teoria financiară, finanțe, metodologie, ipoteze, model financiar etc.

Pe parcursul tuturor orânduirilor social-economice, finanțele au îmbrăcat formă bănească, îndeplinind un anumit rol, mai mult sau mai puțin, important, în funcție de condițiile economice, politice și sociale ale perioadei parcurse. Statul, ca instituție de suprastructură, a folosit, de-a lungul timpului, diverse categorii financiare (impozitele, cheltuielile publice, împrumuturile publice etc.) în scopul întăririi și dezvoltării bazei economice a orânduirii respective. De aici, rezultă, că finanțele reprezintă o categorie economică. Faptul, că finanțele au apărut pe o anumită treaptă a societății și că au evoluat continuu, corespunzător perioadei parcurse, dovedește caracterul istoric al acestora.

Dacă analizăm finanțele ca știință, de menționat teoria lui K. R. Popper (aa.1902-1994), autorul lucrării științifice „The Two Fundamental Problems of the Theory of Knowledge”, în care se constată, că consistența unei teorii, în confruntarea cu raționalismul critic, rezidă în rezistența ei la tentativele de a fi infirmată, contrazisă. Orice teorie nouă înlătură teoria pe care vrea s-o înlocuiască și riscă să fie, la rândul ei, înlocuită de o altă teorie care o contrazice.

FINANCIAL THEORY: HISTORY OF ITS EVOLUTION

Rodica PERCIUN, PhD, IEFS

Reviewer: Angela TIMUȘ, PhD, Associate Researcher, IEFS

Financial management emerged as a distinct field of study at the turn of this century. Its evolution may be divided into three broad phases (though the demarcating lines between these phases are somewhat arbitrary). The transitional phase begins around the early forties and continues through the early fifties. Though the nature of financial management during this phase was similar to that of the traditional phase, a greater emphasis was placed on the day to day problem faced by the finance managers in the area of funds analysis, planning, and control. The modern phase begins in mid of 50s and has witnessed an accelerated pace of development with the infusion of ideas from economic theories and applications of quantitative methods of analysis.

Keywords: financial theory, finances, methodology, hypotheses, financial model, the pecking order theory etc.

Finances were always present as part of the economics system since its first appearance, from gentile period to ordering slave community. Finance took the form of cash finances, during all socio-economic ordinances, fulfilling a role, more or less important, according to economic, political and social aspects of the covered period. State as an institution superstructure, used, over time, various financial categories (taxes, public spending, public borrowing, etc.) with the purpose of strengthening and developing the economic base of the respective order. From these results that finance is an economic category. Historical character of finances demonstrates that it have occurred at a certain stage of society that has evolved, for the covered period.

If we analyze finances as science, we must mention the Popper's theory (1902 – 1994), the author of the scientific paper "The Two Fundamental Problems of the Theory of Knowledge" found that the consistency of theories in confronting with rationalism critic, resides in its resistance to attempts to be undermined, contradicted. Any new theory removes another theory that wants to replace it, and risks to be contradicted by another one. Science, in order

Pentru ca știința să poată progresa, ea are nevoie nu numai de respingeri critice, dar și de aprecieri pozitive, care, respectiv, să asigure, în ansamblu, furnizarea previziunilor noi, efectiv, verificate fără a le respinge precoce [5].

Urmașul lui Popper, *Imre Lakatos* (1922-1974), autorul teoriei și metodologiei programelor de cercetare științifică, afirma, că „nucleul dur” al teoriei trebuie protejat de falsificările facile printr-o centură protectoare de ipoteze auxiliare, de condiții inițiale, care apără sistemul științific de perturbări (euristica negativă). Din punct de vedere al euristicii pozitive, „nucleul dur” trebuie completat cu ipoteze noi, în scopul explicării și prezicerii fenomenelor reale [6].

Aceste succinte introduceri accentuează condițiile, în care o anumită teorie, inclusiv, cea financiară, este acceptată de către oamenii de știință ca „nucleu dur” de ipoteze de lucru și de modele operaționale viabile pentru orice demers științific posibil.

Teoria financiară are ca obiectiv explicarea și înțelegerea fenomenelor financiare, a transferurilor temporare de avere (de bogăție), care sunt, în mod fundamental, riscante. Corespunzător demarcației dintre sectoarele public și privat din economia de piață, se impune distincția dintre finanțele publice și finanțele private.

Finanțele publice reprezintă relații sociale de natură economică, apărute în procesul procurării și repartizării resurselor necesare statului, exprimând distribuția unei părți din produsul intern brut, prin intermediul statului, între diverse categorii sociale.

Finanțele private sunt asociate cu resursele, cheltuielile, creanțele de încasat și obligațiile de plată etc. ale agenților economici, băncilor, societăților de asigurare private ș.a.

Concepțiile economiștilor cu privire la finanțe au fost, la fel, diferite de-a lungul timpului. De exemplu, în anul 1840, M. R. Grandillot desemna noțiunea de finanțe „prin orice valori aplicate serviciilor publice, indiferent dacă acestea sunt prelevate sau nu la buget, dacă se concretizează în numerar sau în alte bunuri, dacă provin din impozite sau din surse diferite”. Gaston Jèze spunea: „finanțele publice au trei obiecte importante legate de bani: cheltuielile, veniturile și aplicarea veniturilor la cheltuieli” (*Cours de finances publiques*, Paris, Librairie Générale de Droit & de Jurisprudence, 1936). Adolf Wagner menționa, că finanțele reprezintă „știința economiei, administrate de stat sau de un corp public (cu administrație autonomă), în vederea procurării și utilizării bunurilor materiale (în special, a banilor), care sunt necesare pentru funcțiile acestora de comunități economice obligatorii” [1].

Toate aceste accepții denotă, că termenul de finanțe a fost atribuit mult timp conceptului de finanțe publice, fiecare specialist punând accentul pe un anumit aspect al acestora.

Sintetizând diversele accepții, întâlnite în literatura de specialitate, se poate afirma, că **finanțele publice sunt considerate:** (1) fonduri bănești, prelevate la dispoziția statului în vederea îndeplinirii funcțiilor și sarcinilor sale;

to progress needs not only critical rejections, but also of success, that provides new forecasts effectively checked and not be dismissed too early [5].

Popper's Successor, Imre Lakatos (1922 -1974), the author of the theory and methodology of scientific research programs, said that "hard core" of the theory needs to be protected from falsification by a protective belt of auxiliary hypotheses, from initial conditions that protect the system science to be shaken (negative heuristics). Through a positive heuristic, "hard core" new assumptions must be completed in explaining and predicting real phenomena.[6]

These brief introductions emphasize the conditions under which a particular theory, including the financial one, is accepted by scientists as a "hard core" of hypotheses and sustainable operational models for any possible scientific approach.

Financial Theory aims to explaining and understanding financial events, wealth temporary transfers that are fundamentally risky. According the demarcation between public and private sectors of the market economy is necessary as well as the distinction between public finance and private finance.

Public finances represent social relations of economic nature that occurred during the procurement and distribution of state resources, expressing the distribution of part of the gross domestic product through the state, between different social groups. Public finances are used to meet the general needs of society, while serving private finances of making profit by private entrepreneurs.

Public finances are associated with resources, expenses, loans, state debts, the administrative-territorial units and other public institutions; private finance are associated with resources, expenses, receivables and payables of economic agents, banks, private insurance companies, etc. Public finance management is governed by public law and finance management of firms follows the rules of commercial law.

Economist's concepts about finance were also different over time. For example, in 1840, M. R. Grandillot stated about the concept of finance as "by any amounts applied to public services, whether they are taken from the budget or not, if converted into cash or other property, whether from taxes or from different sources." In 1906 Paul Leroy-Beaulieu in his famous book of science „*Traité des finances*” called finance as "science of public revenues, income and its use. Leroy-Beaulieu mentioned that "Public revenues are substance of finance, money management rules, procedures, loan amortization, etc., constitute what we might call the external finance...". Jèze Gaston said that "public finances have three major items related to money: costs, revenues and expenditure of revenue application. (*Cours de finances publiques*, Paris, Librairie Générale de Droit & de Jurisprudence, 1936). Adolf Wagner noted that the finances are "state-run economics or public body (the autonomous administration) to purchase and use of material goods (especially money) that are necessary for their functions of obligatory economic community" [1]. All these meanings indicate that the **term of finance** has been attributed for a long time

(2) mijloace de intervenție a statului în economie, prin intermediul unor pârghii sau instrumente specifice, constituite din: impozite, taxe, contribuții, împrumuturi, alocații bugetare, subvenții, facilități fiscale, în vederea influențării, într-un oarecare sens, asupra activității economice; (3) forme și metode concrete de administrare a banului public; (4) acte juridice de dispoziție autoritară sau contractuală, vizând preluarea de către stat a unei părți din produsul intern brut, în scopul îndeplinirii funcțiilor și realizării sarcinilor sale.

Astăzi, **noțiunea de finanțe**, având o largă circulație în toate domeniile vieții, este folosită cu înțelesuri multiple, cele mai uzuale fiind următoarele: (1) sume de bani sau fonduri bănești, administrate la diferite niveluri și structuri de organizare a vieții economico-sociale; (2) venituri, cheltuieli sau rezultate ale diverselor activități (beneficii, pierderi); (3) forme, tehnici și instrumente, prin care se acumulează și se distribuie resursele bănești (impozite, aport de capital, dividende, subvenții, împrumuturi sau credite etc.); (4) operațiuni de plăți-încasări în numerar sau prin conturi bancare; (5) tranzacții bursiere sau pe piețe financiare; (6) relațiile dintre persoanele (fizice, juridice, stat), implicate în derularea proceselor sau operațiunilor axate pe folosirea banilor.

În așa mod, revenind la ideea de nucleu dur a lui Lakatos, putem afirma, că maturitatea și coerența teoriei financiare este asigurată de elementele componente ale acestui nucleu dur. Astfel, după G. Charreaux, acesta este compus din următoarele elemente:

- utilizarea probabilităților subiective pentru reprezentarea incertitudinii fenomenelor financiare;
- principiul maximizării speranței de utilitate a averii (a bogăției) în procesele de decizie, privind consumul și investițiile;
- ipotezele de anticipare rațională și de eficiență a piețelor financiare;
- utilizarea tot mai frecventă a proceselor aleatoare continue (de tipul proceselor de difuziune) pentru reprezentarea variațiilor cursurilor de piață (bursiere) ale activelor financiare [2].

Metodologia, pe care se fundamentează teoria financiară, este cea ipotetico-deductivă. La baza elaborării fiecărui model financiar, se află, în mod necesar, un anumit număr de ipoteze, care descriu cadrul instituțional și comportamental al indivizilor și agenților economici într-o manieră, nu neapărat realistă, care să facă posibilă elaborarea unei reprezentări formalizate a funcționării sistemului financiar analizat. Problema corespondenței sistemului de ipoteze cu realitatea financiară este desemnată sub numele de problematica eficienței sau a eficacității pieței financiare. Astfel, M. C. Jensen, profesor la Harvard Business School, a sintetizat, pentru teoria financiară, opt ipoteze de lucru.

Aceste ipoteze sunt enumerate în figura 1 [3]. Chiar și în condițiile întâlnite frecvent pe piața imperfectă, modelele financiare, elaborate sub aceste ipoteze (restrictive), reprezintă repere pentru reprezentarea realității financiare pe aceste piețe.

to the concept of public finance, each specialists focusing on one particular aspect of them. Summarizing the various meanings found in the literature, we can say that public finances are considered (1) money collected funds available to state in order to accomplish the duties and tasks; (2) resources of state intervention in the economy, through some levers or specific instruments, consisting of: taxes, fees, contributions, loans, budget allocations, subsidies, tax incentives, to influence one way or another the economic activity; (3) real forms and methods of administration of public funds; (4) legal documents of authoritarian mood or contractual provision aimed at taking by state a part of the gross domestic product to perform state functions and the tasks.

Having a wide circulation in all areas of life at present, the notion of finance, is used with multiple meanings, the most common being the following: (1) cash money or funds that are administered at different levels and organizational structures of economic and social life; (2) revenues, expenses and results of various activities (benefits, losses); (3) forms, techniques and tools that accumulate and distribute cash resources (taxes, equity, dividends, grants, loans or credits, etc.); (4) payment operations, cash receipts or bank accounts; (5) stock transactions or financial markets; (6) relationships between persons (physical, legal, state) involved in the processes or operations focused on the use of money.

In this way, returning to the idea of Lakatos core, we can say that the maturity and consistency of financial theory is given by the components of this nucleus. Thus, according to G. Charreaux, it is composed of the following elements:

- using subjective probabilities to represent uncertainty of financial phenomena;
- principle of maximizing expectancy of wealth utility in decision making regarding to consumption and investment;
- assumptions of rational anticipation and efficiency of financial markets;
- increasing frequent use of continuous random processes (such as diffusion processes) to represent changes in market rates (stock) of financial assets. [2]

Working under financial theory, methodology is hypothetic-deductive. In base of each financial model, is necessary to elaborate a certain number of assumptions that describe the behavior of individuals and institutional and economic agents, not necessarily in a realistic manner, and, especially, in a way that makes possible to develop a formalized representation of the analyzed financial system function. The problem of correlation between the financial hypotheses and financial real system is designated as the issue of efficiency or effectiveness of financial market. So, M. C. Jensen, a professor at Harvard Business School, synthesized eight hypotheses to financial theory [3]. Figure 1 lists these assumptions. Even in the imperfect market conditions frequently encountered, financial models developed under these assumptions (restrictive), are unstable landmarks for the representation of the financial reality on those markets.

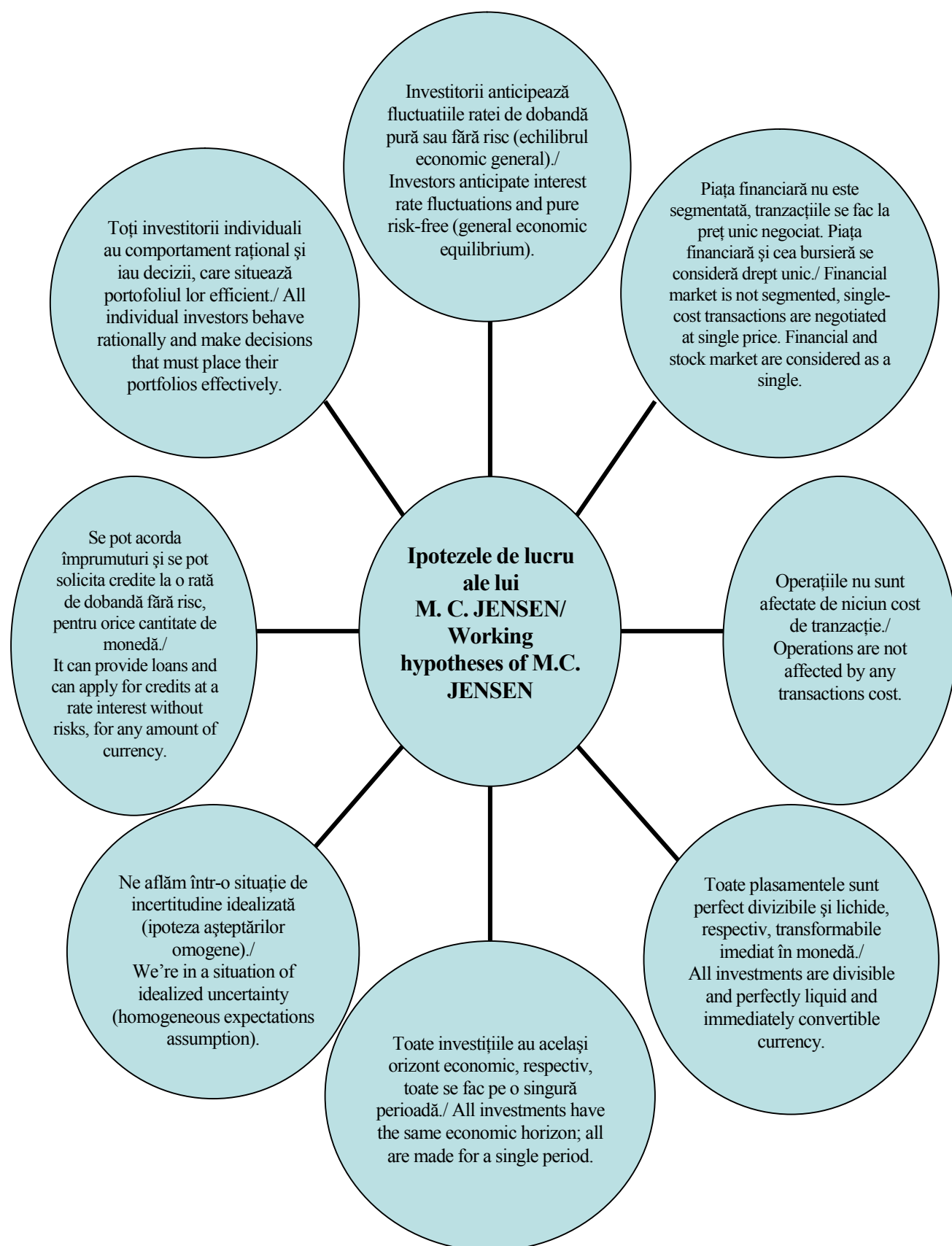


Figura 1. Ipotezele de lucru ale lui Jensen în teoria financiară

Figure 1. Jensen's assumptions in financial theory

Sursa: Elaborată de autor în baza materialelor cercetate./ Source: elaborated by author.

Paradoxal, dar, la temelia finanțelor moderne, se află analiști-cercetători de profesii diferite de cea de finanțe, respectiv: matematicieni, psihologi, economiști. Anii '50 ai sec. al XX-lea sunt recunoscuți drept epoca de dezvoltare a cercetărilor operaționale în teoria financiară. Doi profesori economiști, F. Modigliani și M. Miller, au fost animați de o idee fixă, și anume, cea a găsirii optimului în politica de îndatorare a unei întreprinderi. Celebru lor articol „The cost of capital, Corporate Finance and the Theory of investment” reprezintă baza științei finanțelor moderne. Autorii, pentru prima dată, utilizează teoria arbitrajului în demersul lor de a găsi o structură de finanțare a întreprinderii, care să determine creșterea valorii acesteia. Ei au construit primul model de arbitraj privind modul de finanțare al întreprinderii. Acest model, elaborat în condiții restrictive, susținea indiferența față de structura capitalurilor, lipsa ei de influență asupra valorii [4].

Adică, decizia de finanțare a investițiilor nu are nici o incidență asupra valorii întreprinderii, structura de finanțare este neutră în raport cu valoarea întreprinderii. Efectul de levier (coeficientul de îndatorare), ca raport între datorii și capitaluri proprii, este indicatorul care marchează o „compensare” a câștigurilor privind creșterea îndatorării cu creșterea remunerării cerute de acționari, datorată riscului de faliment. Modelul Modigliani-Miller este prima fundamentare a ratei de rentabilitate financiară sperată de acționari, în condițiile date de rata de fiscalitate. Introducând fiscalitatea și calculând prelevările statului din veniturile investitorilor de capital, ei au găsit o plusvaloare în cazul unei întreprinderi îndatorate, datorită neimpozitării venitului realizat de creditorii prin dobânzi. Dobânda a fost, astfel, privită ca o cheltuială deductibilă, care micșora masa profitului brut și, implicit, impozitele plătite.

Astfel, a fost emisă ipoteza, că îndatorarea, în limitele credibile și rezonabile, este o politică de creștere a valorii firmei, datorată economiilor fiscale. Adică, se consideră, că valoarea firmei crește cu economiile, care se realizează datorită îndatorării și nu se distribuie creditorilor. Deși aceste calcule au fost efectuate la începutul enunțării modelelor arbitrajiste, ele pot fi folosite, cu adaptările de rigoare, în estimarea unor economii fiscale în cazul întreprinderilor actuale.

Toate domeniile de cercetare în teoria financiară sunt, în ultimii ani, reexamineate, ca urmare a **contribuțiilor date de teoria jocurilor**. Există două posibilități în teoria jocurilor: **jocuri cooperative**, în care jucătorii adversari caută ambii să maximizeze șansele lor de câștig, oferta publică de cumpărare amicală, prietenoasă; **jocuri non-cooperative**, în care fiecare jucător caută să maximizeze averea sa în detrimentul celuilalt, de exemplu, cazul unei oferte publice de cumpărare ostile, al „raiders”-ilor (invadatorilor).

Pentru cazul economiilor de piață dezvoltate, a fost emisă **teoria finanțării ierarhice (pecking order theory)**. Această teorie vine ca un răspuns firesc la noua abordare privind conceptul de organizație a întreprinderii în economia de piață.

Contrar modelelor precedente, teoria finanțării

Paradoxically, but at the foundation of modern finance are analysts-researchers from different professions from the finance, like mathematicians, psychologists and economists. The '50 of twentieth century are recognized as the era of development of operational research in financial theory.

Two economist's teachers F. Modigliani and M. Miller were motivated by a fixed idea, and namely the one of finding the optimal policy for a company debt. Their famous article "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", published in June 1958 in the journal "American Economic Review" no 48, represents the base of modern finance science. For the first time authors use the arbitrage theory in their attempt to find a funding structure of the enterprise structure to increase its value. They built the first model of arbitration on the way of business financing. This model developed under restrictive conditions claimed indifference to capital structure, its lack of influence on value.

That means that the finance investment decision has no impact on enterprise's value; the financing structure is neutral in relation with the value of the enterprise. Leverage (debt coefficient) as the ratio between debt and equity and is an indicator that marks a "compensation" for increased borrowing by earnings growth demanded by shareholders remuneration, due to risk of bankruptcy.

The Modigliani - Miller model is the first foundation of the financial rate of return for shareholders' hope, under the circumstances of the tax rate. Introducing taxation and calculating income equity investors, they found a surplus value in the case of indebted companies, because of non-taxation of income derived by the interest of creditors. Interest has been seen as deductible expenses, which reduce weight and therefore the gross profit is decreased and implicitly paid taxes are lower. In this way a hypothesis was deducted that credible and reasonable debt limits is a policy of increasing company's value due to tax savings. This considering that the company's value grows with those savings, which are achieved due to indebtedness and is not distributed to creditors. [4]

Although these calculations were made at the beginning of enunciation of arbitrage models, they can be used with the necessary adaptations, in the estimation of current tax savings for actual enterprises.

In the last years, all areas of research in financial theory are reviewed as a result of the contributions given by the game theory. There are two possibilities in game theory: **cooperative games**, where each of players and opponents seek to maximize their chances to win, friendly takeover offer; and **non-cooperative games**, in which each player seeks to maximize his wealth to others detriment, like the raiders (invaders) public offer of hostile purchase.

In developed market economies **the pecking order theory** appeared. This theory comes as a natural response to the new approach to the concept of organization of the enterprise in market economy.

The pecking order theory is not focused on the optimal

ierarhice nu este centrată pe problema structurii financiare optimale. *O primă prezentare a acestei teorii constă în separarea ei în funcție de obiectivele, exprimate de manager.*

1. **Managerul decide sporirea bogăției câtorva membri ai organizației în mod prioritar** (de exemplu, acționarii existenți), obiectiv pe care îl întâlnim în modelele lui Myers, Majluf și a lui Narayanan.

Ipotezele comportamentale sunt:

➤ **pentru manager:** a acționa în interesul acționarilor existenți;

➤ **pentru acționarii existenți:** sunt inactivi și nu modifică, prin portofoliul lor, funcționarea deciziilor luate de manager;

➤ **pentru acționarii noi** (presupunând că au anticipații raționale): ei nu sunt informați cu privire la speranța matematică a valorii titlurilor vechilor acționari.

Managerul, având obiectivul de a spori bogăția acționarilor existenți, poate fi constrâns să renunțe la realizarea unei investiții rentabile, ce ar atrage după sine o scădere a valorii firmei. În consecință, aceasta va atrage o reducere a valorii titlurilor acționarilor existenți. După Myers sau Majluf, realizarea unei creșteri de capital este un semnal al unei stări defavorabile sau al unei firme neperformante. Pe când, Narayanan arată, că atât piața creditului, cât și cea a capitalului nu pot evalua firmele la justa lor valoare. El demonstrează, că o firmă rentabilă, pentru a sublinia adevărata sa valoare, are interesul să finanțeze investiția mai degrabă prin îndatorare decât prin creștere de capital.

2. **Managerul decide scăderea costurilor contractelor în vederea maximizării valorii firmei:** modelele lui Cornel și Shapiro (1987), Fama (1990), Williamson (1988). *Dacă obiectivul managerului este de a minimiza costurile contractelor finanțării investițiilor specifice, ipotezele comportamentale sunt:*

➤ **pentru manager:** de a maximiza valoarea firmei;

➤ **pentru ceilalți parteneri ai firmei** (prestatori și, mai ales, clienți): de a minimiza riscul de cumpărare sau de finanțare a investițiilor specifice.

Se consideră, că ultimii au anticipații raționale. Pentru a-și realiza obiectivul, managerul alege finanțarea acestor proiecte mai degrabă prin creștere de capital decât prin îndatorare, pentru a minimiza costurile contractelor particulare (contracte implicite sau explicite) ale acestor investiții. În consecință, aceasta va permite creșterea valorii firmei.

Constatăm, că, în asemenea caz, ierarhia între finanțări se schimbă cu locul: în primul rând – creșterea de capital și apoi – îndatorarea.

Dacă obiectivul managerului este minimizarea costurilor fixe ale ansamblului contractelor organizației (contracte cu clienții, salariații, furnizorii), atunci ne referim la modelul lui Fama și Jensen. Acest model arată, cum minimizarea costurilor fixe determină, în mod indirect, structura financiară. Costurile fixe au o pondere însemnată în costurile totale, iar supraviețuirea firmei depinde de capacitatea sa de a le reduce.

Fama consideră, că *structura financiară va fi mai puțin îndatorată când valoarea de vânzare a activelor este*

financial structure problem, contrary to previous models.

A first presentation of this theory consists in its separating according to the objectives expressed by the manager.

1. **The manager decides to increase in priority the wealth of some of the organization's members (for example, existing shareholders);** an objective which we encounter in Myers, Majluf and Narayanan's models.

The behavioral assumptions are:

➤ **for manager:** to act in the interests of existing shareholders;

➤ **the existing shareholders:** are inactive and does not change through their portfolio, the decisions operation made by the manager;

➤ **the new shareholders (if they have rational expectations):** they are not informed of the mathematical expectation value of old shareholders.

The manager aimed to increase the wealth of existing shareholders may be forced to give up making a profitable investment, which would entail a decrease in company's value. Consequently, this will entail a reduction in title value of existing shareholders. Following Myers and Majluf, the achievement of capital growth is a sign of unfavorable conditions or underperforming companies. While, Narayanan shows that both capital and credit markets can't assess the true firms value. *He demonstrates that a profitable company, to highlight its true value, has an interest to finance its investment rather by means of indebtedness, than by capital growth.*

2. **Manager decides to lower costs of the contracts to maximize company value:** Cornel and Shapiro's models (1987), Fama (1990) and Williamson (1988).

If the manager's objective is to minimize the costs of financing investment contracts of specific behavioral assumptions:

➤ **for manager:** to maximize company's value;

➤ **for other business partners (suppliers and especially customers):** to minimize the risk of buying or to finance specific investments.

The latter have rational expectations. The manager to achieve the objective chooses to finance these projects through growth rather than through debt capital, to minimize investment costs of such private contracts (implicit or explicit contracts). In consequence this will allow an increase company's value.

We note here that the hierarchy between the funding changes with the place: first is growing capital and then leverage.

We refer to Fama and Jensen's models, *if the manager's objective is to minimize the organization's fixed costs of all contracts (contracts with customers, employees, suppliers).* This model shows the minimization of fixed costs leads indirectly to the financial structure. Fixed costs represent a significant weight in total costs and firm survival depends on its ability to reduce them.

Fama believes that *the financial structure will be less indebted when the assets' value of sales is lower.* In this case the company can obtain a financial structure in

scăzută. Astfel, firma poate obține o structură financiară, în care să privilegieze finanțarea prin fonduri proprii (clasament între finanțări) sau prin examinarea avantajelor costurilor marginale ale diferitelor surse de finanțare (compromis între finanțările, în care îndatorarea ar prezenta costuri mai mari decât avantaje).

Astfel, teoriile menționate nu au ca obiectiv explicarea, global, a structurii financiare, ci oferirea unui sfat, a unei alternative în luarea deciziei financiare în situații exacte.

În concluzie, menționăm, că teoria financiară, ca și orice altă teorie, a parcurs o cale grea și controversată, pionerii săi fiind personalități remarcante, cum ar fi Modigliani și Mille. *După acești întemeietori ai finanțelor moderne, nimeni nu mai poate produce o idee relevantă, în cercetarea financiară, fără demersul științific, construit în 4 etape: (1) formularea ipotezelor, (2) modelarea, (3) verificarea empirică a diferitor variante de aplicare și (4) testarea statistică a validității modelului și a ipotezelor.*

Încercând să surprindem o anumită tendință în evoluarea finanțelor moderne și să schițăm o traiectorie viitoare a acestora, vom remarca, caracteristicile:

- generalitatea modelelor folosite, care permite integrarea finanțelor în managementul strategic, în marketing, în gestiunea resurselor umane și invers;
- integrarea în modele a unui număr cât mai mare de variabile, care să măsoare obiectivele tuturor actorilor întreprinderii: salariați, creditori, manageri, acționari etc;
- încercarea de a surprinde comportamentul psiho-sociologic al actorilor, în ipoteza raționalității atitudinii vizavi de întreprindere.

Istoria finanțelor moderne înglobează, deci, în sine istoria modelării procedurii de arbitraj între diferite oportunități de investiții: de la arbitrajul între titlurile unei întreprinderi îndatorate și cele ale uneia neîndatorate, la arbitrajul generalizat; istoria utilizării teoriei jocurilor; prezentarea principalelor teorii ale finanțării ierarhice, care au permis identificarea unei diversități vaste a ipotezelor raționamentului participanților la gestiunea financiară a firmei. Procesul de cercetare a dus la perfecționarea metodelor de lucru, folosite în practica finanțelor publice. Programarea sau modelarea deciziilor financiare face posibilă cuantificarea impactului măsurilor financiare asupra valorii produsului intern brut, volumului de producție, asupra evoluției prețurilor și, nu în ultimul rând, asupra veniturilor diferitor categorii sociale.

De fapt, istoria finanțelor este, după cum a spus G. Hirigoyen „Simfonia neterminată” de Schubert, următoarele acte ale măreței opere urmând să fie scrise în viitor”.

preference to equity funding (ranking among financing), or by examining the marginal cost benefits of different funding sources (trade-off between funding the debt would have higher costs than benefits).

Thus, those theories are not intended to explain the overall financial structure, but consist in giving advice to mak a financial decision in the circumstances specified.

In conclusion, we will mention that financial theory as any other theory has undergone a difficult and controversial way, having its pioneers, such as Modigliani and Mille. *After these founders of modern finance, nobody can do anything serious in financial research without scientific approach in four stages: (1) assumptions, (2) modeling, (3) empirical verification of various types of application, (4) validity testing of statistical model and assumptions.*

Trying to capture a certain tendency in the creation of modern finance and to outline their future path, we noticed at least the following features:

- generality of the models used in finance to enable the integration in strategic management and marketing and in management of human resources;
- integration of a large number of variables into models that measure business objectives of all stakeholders: employees, creditors, managers, shareholders etc.;
- attempt to capture the psycho-sociological behavior of actors, in rationalize their attitude vis-à-vis of enterprise.

The history of modern finance is therefore a shaping history arbitration between different investment opportunities: from arbitrage between securities of leveraged companies and those of one indebted at general arbitration; is the history of game using theory; is presenting the main theories of hierarchical financing, which allowed us to show a great diversity of reasoning hypotheses of participants in financial management of firm. The research work has led to the improvement of working methods used in practice of public finances. Programming or financial decisions modeling make it possible to quantify the impact of financial measures on the value of gross domestic product, the production volume, the evolution of prices and the income of different social groups.

Like G. Hirigoyen said "the financial theory is like the Schubert's „Unfinished Symphony", the following acts of grand work will be written in the future”.

Bibliografie/Bibliography

1. Cioponea M, //Finanțe publice și politica fiscală, editura Fundației România de mâine, București, 2007
2. Charreaux G, Desbrières Ph. Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value. Journal of Management and Governance. 2004. Vol. 5. No. 2.
3. Jensen M. C. //“The theory of the firm: residual claims and organizational forms, Cambridge: Harvard University Press, 2000
4. Miller M., Modigliani F. "The cost of capital, Corporate Finance and the Theory of investment", "American Economic Review" no 48, 1958
5. Popper R. //The Two Fundamental Problems of the Theory of Knowledge, English translation 2008, ISBN 0-415-39431-7
6. Лакатос И. //Методология научных исследовательских программ // Вопросы философии, 1995, № 4