

# Economisirea companiilor în România

Bogdan Rădulescu, CFA



Piraeus Bank Romania

# Definiție

## **Valoare adăugată brută**

- Cheltuieli cu salariații
- Impozite nete pe producție

## **Profit operațional brut**

- Dobânda netă plătită
- + Venituri nete obținute din capital
- + Alte transferuri nete primite
- Impozite directe plătite

## **Profit după impozitare**

- Dividende plătite

---

## **Economisire brută**

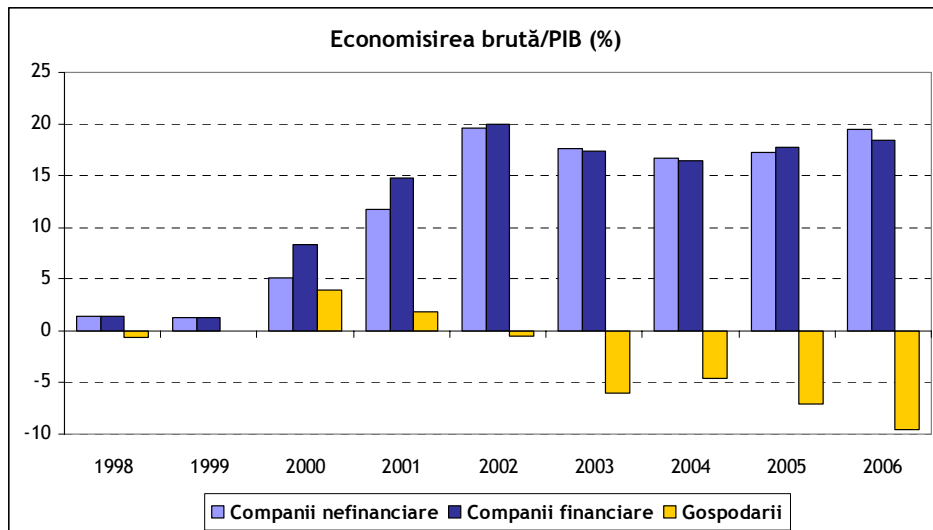
- Formarea brută de capital fix
- + Transferuri nete de capital primite

## **Capacitatea/Necesarul de finanțare**

# De ce (nu) economisirea firmelor?

- Tradițional, tratată ca aspect secundar al economisirii
- Istoric, au fost utilizatoare nete ale economisirii altor sectoare
  - Din anii '90 au sporit economisirea în țările G-7, devenind creditoare nete după 2000
- Teoretic, substituție perfectă între economisirea companiilor și a indivizilor - indivizii sunt în definitiv proprietarii companiilor
  - Imperfecțiuni ale piețelor financiare
  - Constrângeri de lichiditate - mai ușor de consumat din dividende decât din câștigurile de capital
  - Raționalitate limitată - înclinație marginală mai mică spre consum din capital

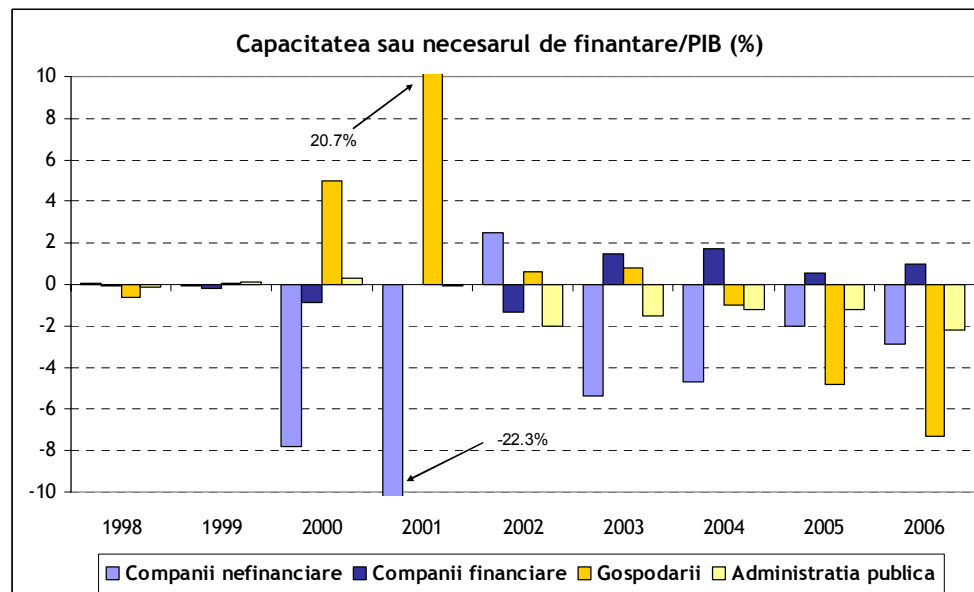
# Economisirea companiilor în România



Economisirea companiilor este semnificativă

Sursa datelor: INSSE

Necesar de finanțare brută, în special pentru companii nefinanciare



# Economisirea la nivel de companie

- **Date:** indicatori financiari ai firmelor din România, pe baza situațiilor financiare
  - *structura activului bilanțier:* imobilizări totale și financiare, active circulante totale, stocuri, casa și conturi curente la bănci;
  - *structura de finanțare a pasivului:* capital propriu, datorii totale, datorii pe termen scurt și pe termen lung;
  - *rezultatul activității:* cifra de afaceri, profitul net;
  - *domeniul de activitate conform CAEN și numărul de salariați*
- **Eșantion:** aprox. 500,000 firme, 2006 - 2008 Sem. I
  - 18-27% din firme inactive (CA nulă) au fost excluse din analiză pentru fiecare an (aprox. 100,000 firme în fiecare an)
- **Gruparea transversală a datelor:** 40 grupe, 38 conțin observații
  - 8 grupe după sectorul de activitate
  - 5 grupe după mărime (nr. de angajați)
- **Regresii pe date panel**

# Profitabilitatea - sursa economisirii companiilor

- Analiza profitabilității în funcție de modul de finanțare:  
Datorii vs. Capitaluri proprii (efectul de levier)

$$ROE = \rho + (\rho - i_{AT})L$$

$$L = \frac{D}{E}$$

Levierul financiar - Datorii/Capitaluri proprii

$$\rho = \frac{EBIT(1-t)}{A}$$

Rentabilitatea activelor, independent de modul de finanțare

$$i_{AT} = i(1-t)$$

Rata dobânzii efective, inclusiv efectul deductibilității

$$\rho = Mrg \cdot RotA$$

$$Mrg = \frac{EBIT(1-t)}{CA}$$

Marja comercială

$$RotA = \frac{CA}{A}$$

Viteza de rotație a activelor

# Caveat - utilizare proxy

- **Ratele medii ale dobânzilor bancare la credite pentru ag. economici în lei și în euro - proxy pentru rata efectivă a dobânzii**
  - Supraestimează rata dobânzii efective - credit comercial și alte datorii fără dobândă;
  - Rata dobânzii efective depinde de structura datoriei financiare, de mărimea firmei;
  - Structura pe valute a datoriei;
  - Lipsa datelor privind rata efectivă de impozitare a profitului brut - efectul fiscal ignorat.

- **ROA proxy pentru  $\rho$  - depinde de structura de finanțare**  $ROA = \rho - \frac{i_{AT}}{1 + \frac{1}{L}}$

$$ROA_{i,t} = 0.032 + 0.030 \cdot RotA_{i,t} + 0.191 \cdot L_{i,t} - 0.005 \cdot i_t^{RON} L_{i,t} - 0.017 \cdot i_t^{EUR} L_{i,t}$$

[3.48] [3.69] [2.28] [-2.11] [-2.35]

$$R^2 = 16.51\% \quad F - stat = 0.000 \quad Nr.obs. = 118$$

- **Marja comercială corelată cu levierul financiar**

$$MRG_{i,t} = 0.076 - 0.001 \cdot i_t^{RON} L_{i,t} - 0.001 \cdot i_t^{EUR} L_{i,t} + 0.050 \cdot \frac{DTL_{i,t}}{E_{i,t}}$$

[10.29] [-1.04] [-0.64] [3.19]

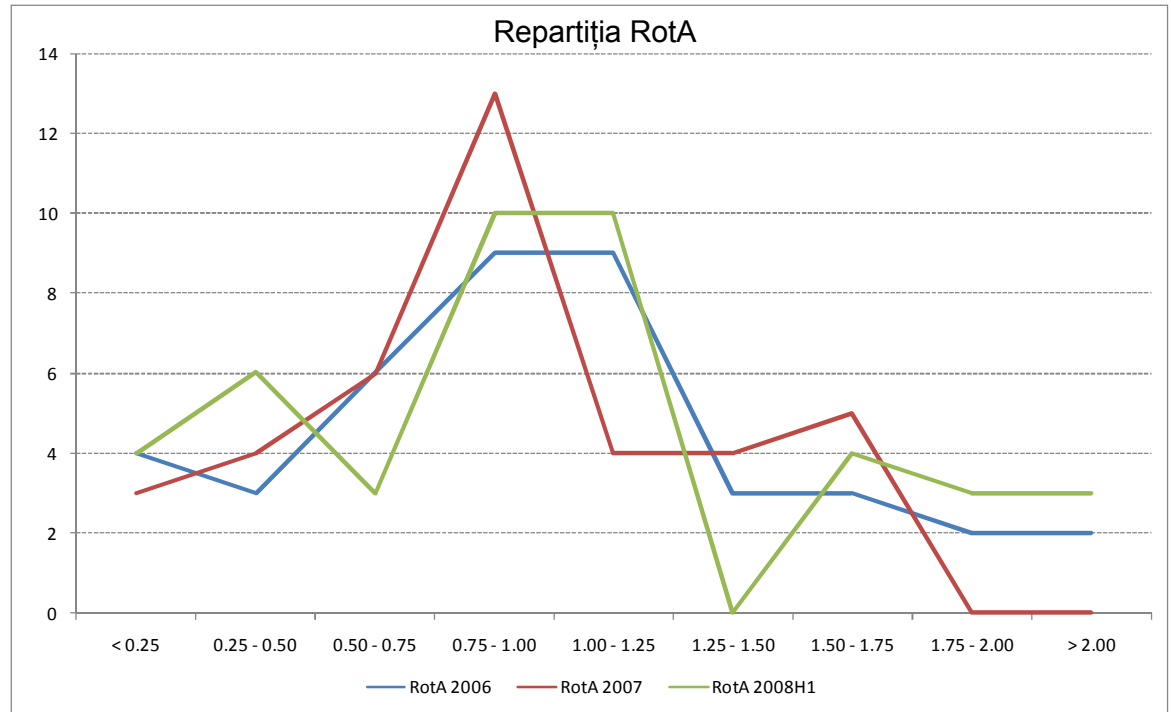
$$R^2 = 11.97\% \quad F - stat = 0.002 \quad Nr.obs. = 118$$

# Factorii profitabilității

$$ROE_{i,t} = -0.109 + 1.125 \cdot MRG_{i,t} + 0.144 \cdot RotA_{i,t} - 0.008 \cdot (ROA_{i,t} - i_t^{RON})L_{i,t} + 0.010 \cdot (ROA_{i,t} - i_t^{EUR})L_{i,t}$$

[-4.33]    [8.70]
[7.65]
[-7.11]
[5.04]

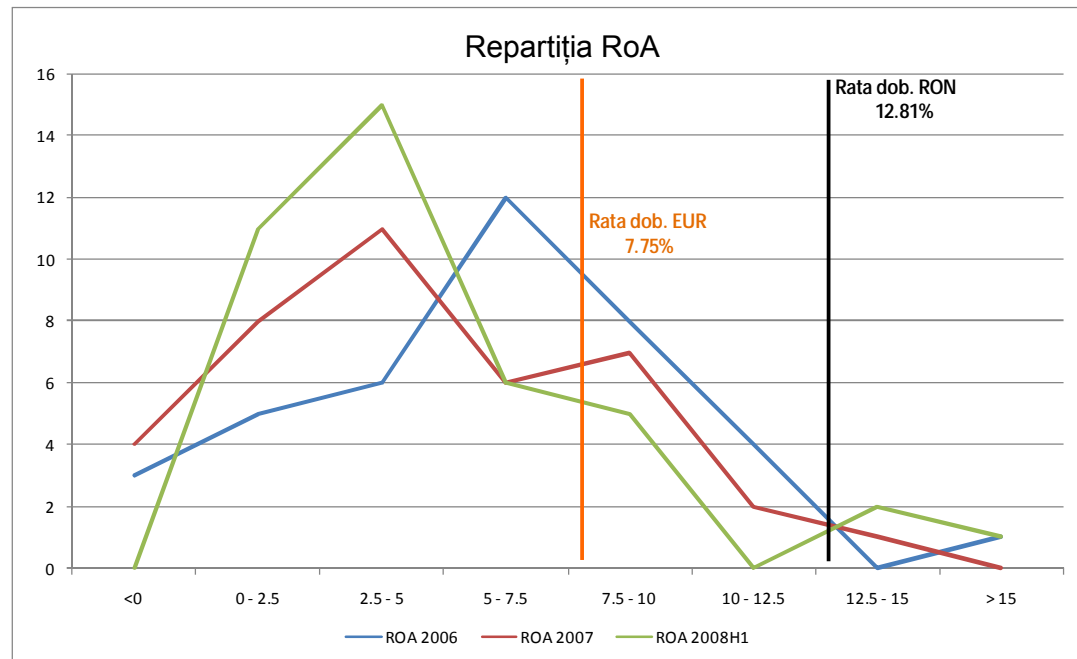
$R^2 = 90.46\%$      $F - stat = 0.000$      $Nr.obs. = 118$





# Factorii profitabilității (2)

- Efectul levierului semnificativ, dar subestimat:
  - ROA subestimează  $\rho$ , incluzând cheltuieli cu dobânzile
  - ROA încorporează o parte din efectul levierului
  - Pe intervalul analizat cursul de schimb s-a apreciat semnificativ, ducând la subestimarea levierului financiar
  - Rata dobânzii medie la creditele bancare supraestimează rata efectivă a dobânzii
  - Efectul deductibilității cheltuielilor cu dobânzile a fost ignorat
- Efectul negativ al levierului legat de rata dobânzii la lei
  - Diferența dintre ROA și rata dobânzii negativă pentru majoritatea firmelor



# Profitabilitatea și economisirea companiilor

- Profitabilitatea a stimulat economisirea companiilor
  - Operarea cu marje pozitive de profit
  - Volumul activității desfășurate (RotA)
  - Utilizarea eficientă a levierului
- Odată cu criza profitabilitatea și economisirea companiilor vor scădea probabil puternic
  - Deleveraging, scumpirea creditului
  - Volum mai scăzut al activității

# Economisirea în sens restrâns

- Economisirea în sens restrâns - acumularea de active lichide (cash, conturi curente la bănci)
- Două explicații majore
  - Alocare reziduală - în funcție de cash flow-ul generat
  - Alocare precautională
- Măsura - Active asimilate cash-ului/Active pe termen scurt

# Factorii acumulării de lichidități

- ROA - proxy pentru capacitatea de generare de cash-flow
- Cost de oportunitate - ratele dobânzilor la lei și euro
- Motiv precautional
  - Indicatorul de lichiditate
  - Durata medie de încasare a creanțelor  $D^{CR}$
- Sensitivitatea la variația CA - Ponderea imobilizărilor în activ *Wimob*
  - Imobilizări ridicate - costuri fixe semnificative

# Alocarea resurselor în active lichide

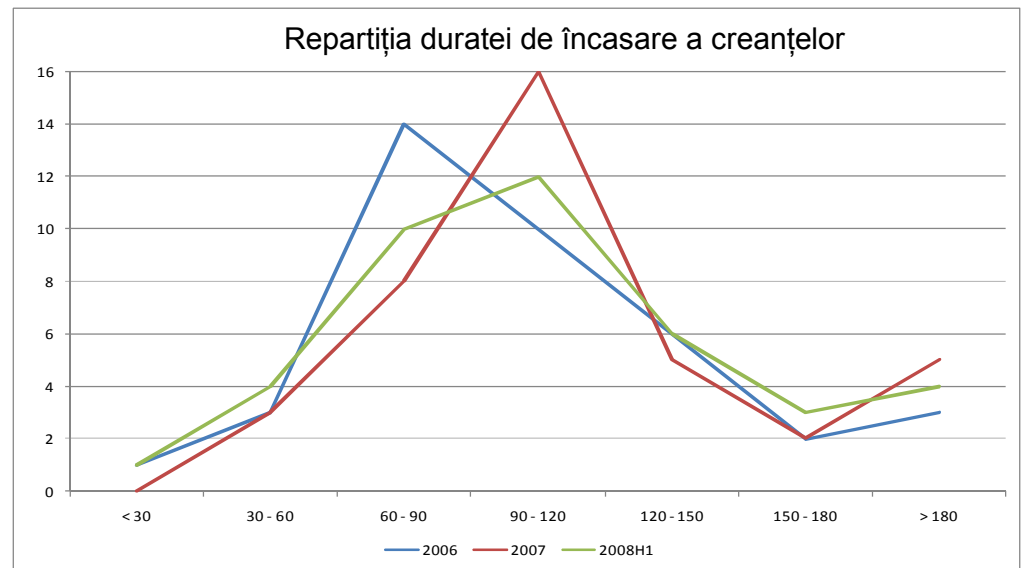
$$Wcash_{i,t} = 0.043 + 0.391 \cdot ROA_{i,t} - 0.006 \cdot i_t^{RON} - 0.044 \cdot i_t^{EUR} - 0.202 \cdot D_{i,t}^{CR} + 0.072 \cdot Lich_{i,t} + 0.654 \cdot Wimob_{i,t}$$

[0.16] [4.32]
[-1.09]
[-2.37]
[-3.87]
[4.70]
[5.43]

$R^2 = 94.29\%$     $F - stat = 0.000$     $Nr.obs. = 118$

- Efectele fixe sugerează un efect de mărime a companiei

Microîntreprinderi	Firme mici	Firme medii	Firme mari	Firme foarte mari
0.065	-0.005	-0.013	-0.038	-0.009



# Alocarea resurselor în active lichide

- Profitabilitatea afectează pozitiv și acumularea de lichidități
- Companiile constrânse de costurile de finanțare, restricțiile de lichiditate
- Acumulări de lichidități la companiile vulnerabile la variația nivelului activității:
  - firme mici
  - firme cu imobilizări importante