

Economisirea companiilor în România

Bogdan Rădulescu, CFA



CEROPE



PIRAEUS
BANK

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

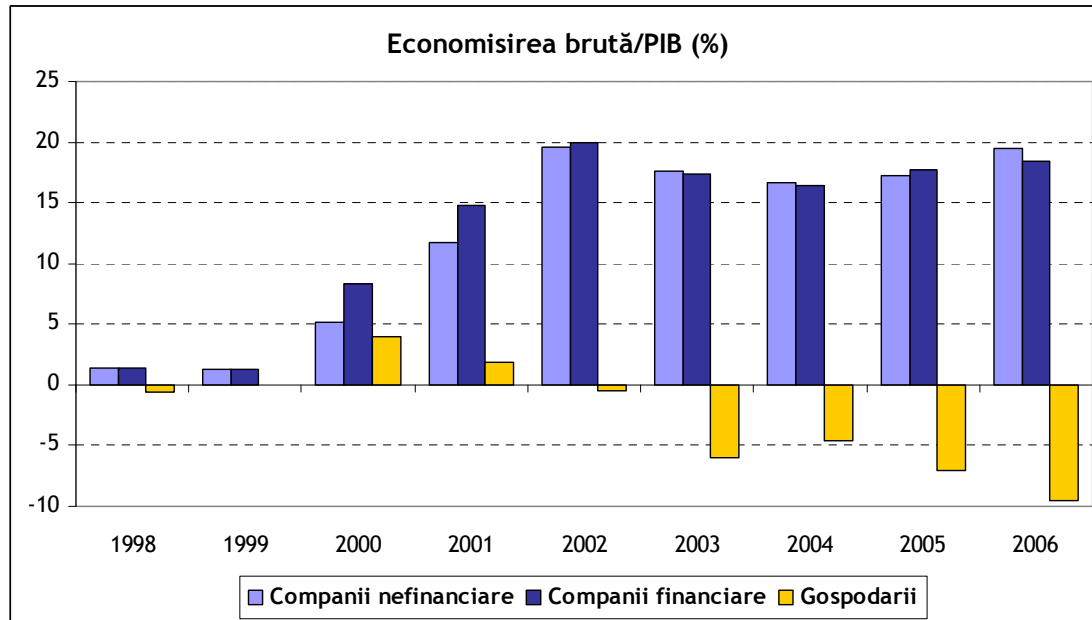
- Formarea brută de capital fix
- + Transferuri nete de capital primite

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

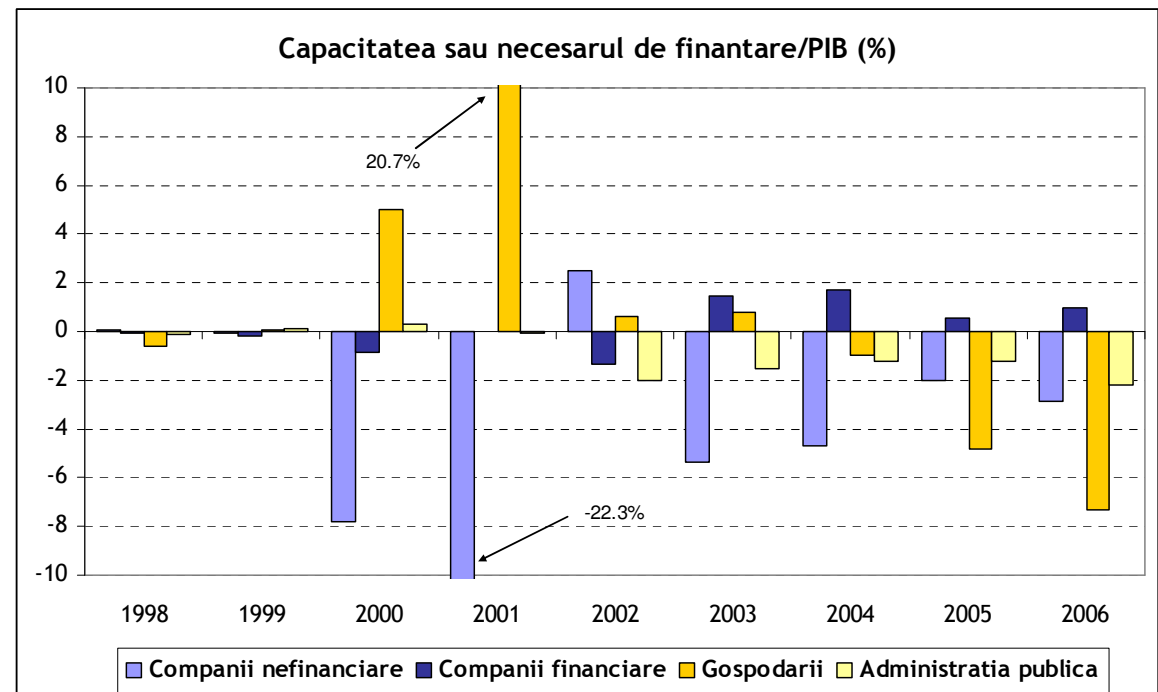
Economisirea companiilor în România



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:* immobilizări 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 ρ** - 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]

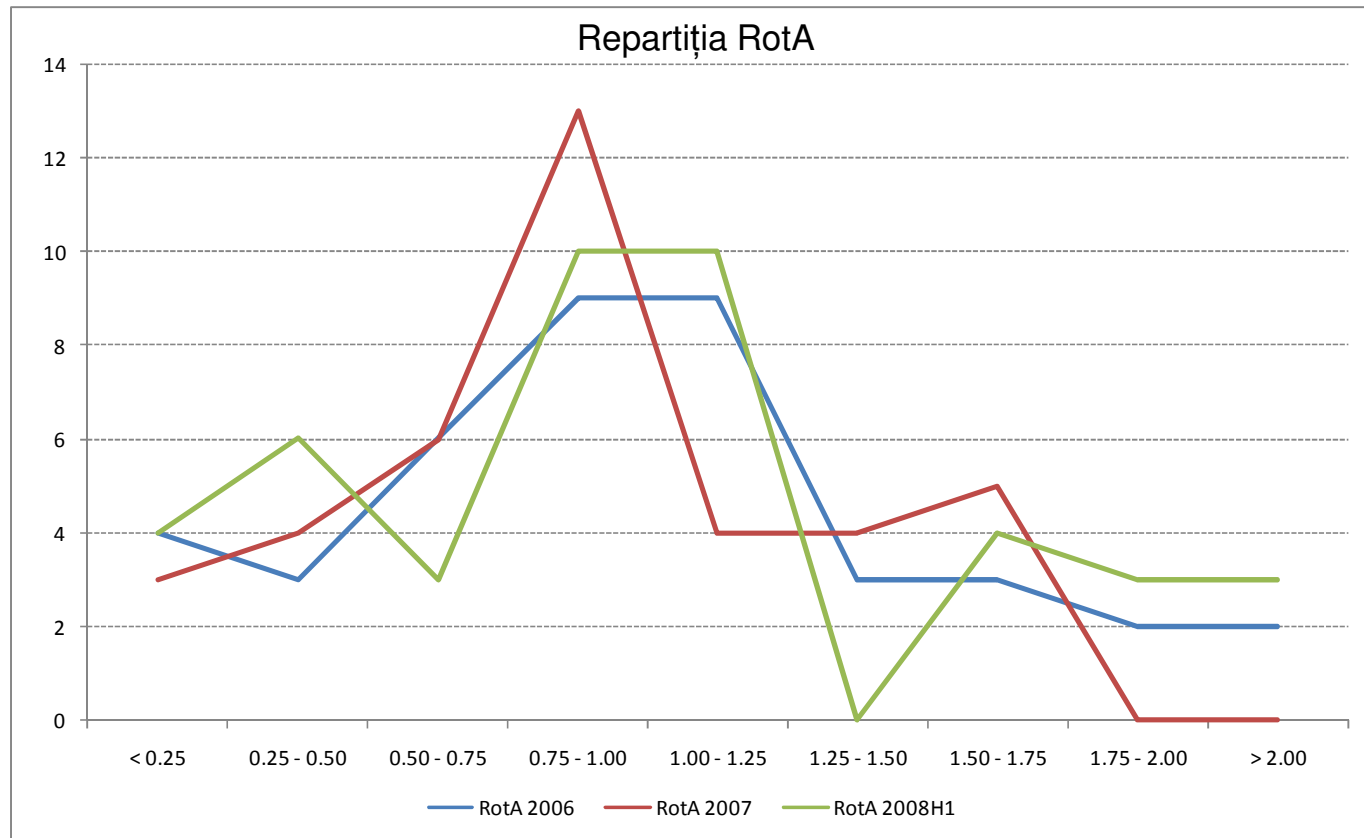
$$R^2 = 11.97\% \quad F - stat = 0.002 \quad Nr.obs. = 118$$

Factorii profitabilității

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

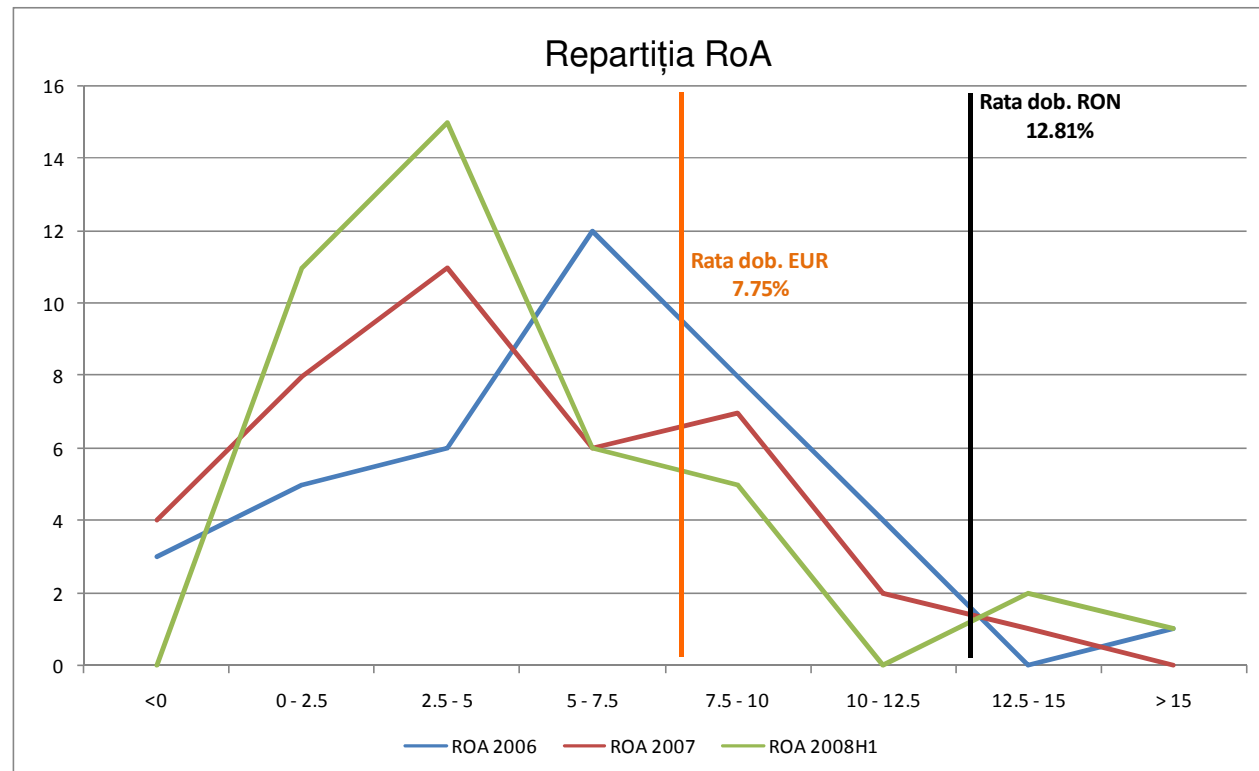
[-4.33]
[8.70]
[7.65]
[-7.11]
[5.04]

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



Factorii profitabilității (2)

- Efectul levierului semnificativ, dar subestimat:
 - ROA subestimează ρ , 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}
- Senzitivitatea la variația CA - Ponderea imobilizărilor în activ *Wimob*
 - Imobilizări ridicate - costuri fixe semnificative

Alocarea resurselor în active lichide

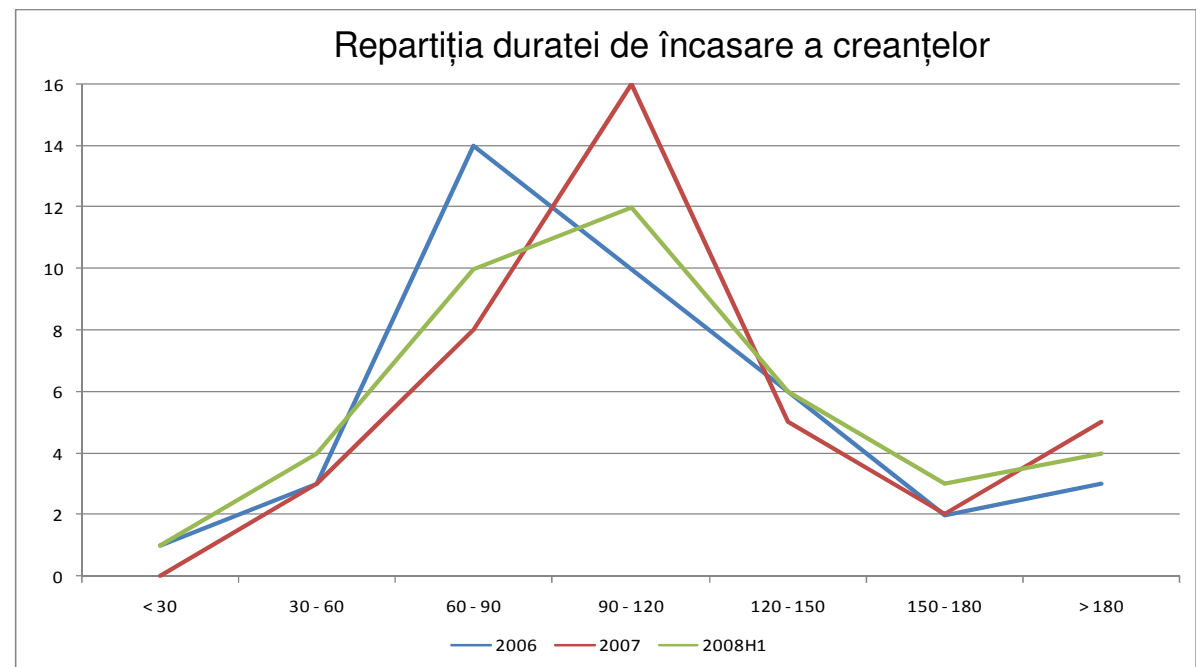
$$Wcash_{i,t} = 0.043 + 0.391 \cdot ROA_{i,t} - 0.006 \cdot i_t^{RON} - 0.044 \cdot i_t^{EUR} - 0.202 \cdot D_{i,t}^{CR} + 0.072 \cdot Lich_{i,t} + 0.654 \cdot Wimob_{i,t}$$

[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