

Corelația dintre structura de finanțare a firmelor din România și formarea capitalului fix în economia reală

Florin Georgescu*

Gheorghe Gherghina**

Ana-Maria Cazacu***

Abstract. Acest studiu are ca principal obiectiv analiza structurii de finanțare a companiilor, motivația fiind că aceasta reprezintă un element relevant pentru potențialul de dezvoltare al sectorului real, și, implicit, al economiei naționale. Datele la nivel european demonstrează că insuficiența surselor proprii provoacă un nivel și o calitate modestă a investițiilor, limitând, astfel, contribuția factorului capital la creșterea economică. Informațiile la nivel microeconomic evidențiază că gradul de îndatorare ridicat, pentru o categorie semnificativă dintre companiile autohtone, la momentul declanșării crizei economice a cauzat comprimarea mai puternică a ratei investițiilor. Astfel, rezultă că societățile supraîndatorate au o activitate economică puternic prociclică, având un comportament de producție mai agresiv, mai riscant, vulnerabil însă la corecții semnificative necesare în condițiile unor evenimente economice nefavorabile. În general, societățile supraîndatorate continuă să prezinte indicatori financiari mai precari și o productivitate mai redusă comparativ cu segmentul companiilor pentru care sursele de proprii de finanțare sunt preponderente în cadrul bilanțului. Aceste evoluții, coroborate cu ponderea ridicată a economiei ascunse, afectează competitivitatea și perspectivele de creștere sustenabilă a economiei românești.

Cuvinte cheie: capitalizare, investiții, îndatorare, economie ascunsă, reforme structurale

JEL Classification: D22, D24, E22, E26, E32

Acest studiu a fost publicat, în limba engleză, în jurnalul "Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research", Nr. 2/2019, Vol. 53, pp. 23-41

* Prof. dr. Florin Georgescu, Academia de Studii Economice, București

** Dr. Gheorghe Gherghina

***Dr. Ana-Maria Cazacu, ana02mary@yahoo.com

Cuprins

1. Structura de finanțare a firmelor și nivelul producției	2
2. Stocul de capital din economie și situația finanțării firmelor din România ...	5
3. Analiza corelației dintre performanța economică a firmelor, rata investițiilor și nivelul îndatorării	18
4. Economia ascunsă și impactul asupra formării capitalului	25
5. Remarci finale.....	28
6. Bibliografie	32

1. Structura de finanțare a firmelor și nivelul producției

În literatura privind comportamentul de producție, respectiv teoria financiară, deciziile referitoare la producție și cele financiare sunt tratate, în general, separat. Dintre teoriile cele mai cunoscute referitoare la structura de finanțare a firmelor, se impune subliniată cea dezvoltată de Modigliani și Miller (1958), conform căreia în absența fiscalității și pe o piață perfectă, valoarea unei companii nu este influențată de modul în care firma este finanțată. Cu toate acestea, este evident că există legături importante între comportamentul de producție și cel financiar. De exemplu, Brander și Lewis (1986) arată că o firmă cu un grad de îndatorare mai ridicat are un comportament de producție mai agresiv, luând decizii mai riscante, mai ales în condițiile răspunderii limitate a acționarilor. Astfel, pe măsură ce îndatorarea crește, companiile vor adopta strategii de producție care să ofere randamente mai mari în perioade de avânt economic, ceea ce provoacă pierderi mai mari în perioade de recul. Autorii argumentează că principala motivație a acestui comportament constă în faptul că, pentru acționari, pierderile mai mari în caz de faliment (sau randamentele mai reduse) nu sunt importante, pornind de la principiul răspunderii limitate, creditorii devenind, astfel, cei pentru care interesul rezidual este mai mare și care sunt mai intens interesați să-și recupereze creanțele.

Leach et al. (2004), pornind de la modelul Brander și Lewis (1986) arată că deși firmele cu un grad de îndatorare mai ridicat tind să producă mai mult, ținând cont de faptul că producția este limitată la nivelul capacităților existente, sporirea datoriei peste un anumit prag nu mai poate conduce la majorarea producției.

O concluzie asemănătoare este găsită de Gebauer et al. (2017) care, analizând legătura dintre nivelul datoriei și cel al investițiilor firmelor din cinci țări situate în flancul mediteranean al zonei euro (Italia, Spania, Grecia, Portugalia și Slovenia) în perioada 2005-2014, arată că există o relație neliniară între gradul de îndatorare și activitatea investițională a companiilor. Astfel, autorii identifică un prag dincolo de care raportul dintre datorii și active ajunge să aibă un impact negativ și semnificativ asupra investițiilor. Mai mult, rezultatele sugerează că inclusiv niveluri moderate ale datoriei pot exercita o influență nefavorabilă asupra investițiilor pentru firmele mai mici sau atunci când rentabilitatea este scăzută. Senzitivitatea investițiilor la nivelul datoriei a crescut după anul 2008, când problemele financiare ale firmelor s-au intensificat, iar capacitatea lor de finanțare a investițiilor din surse interne s-a redus. Impactul negativ al unui grad de îndatorare ridicat asupra investițiilor s-a constatat pentru microîntreprinderi, întreprinderi mici și mijlocii. Acest fapt are o relevanță deosebită, deoarece, așa cum se arată în lucrarea menționată, economiile țărilor din zonele periferice ale euro-ariei sunt caracterizate de un număr mare de întreprinderi mici, cu productivitate scăzută și cu un grad de incertitudine financiară relativ ridicat (factori care reduc capacitatea de a gestiona niveluri înalte ale datoriei și care conduc la o relație negativă mai puternică dintre datorii și investiții). În plus, autorii subliniază că supraîndatorarea nu se reflectă doar într-un volum mare al obligațiilor de plată, ci și într-o capacitate scăzută a firmelor în cauză de a onora serviciul datoriei¹. Astfel, pentru a se asigura sustenabilitatea activității investiționale, chiar și firmele cu un raport dintre datorii și active mai redus comparativ cu pragul critic identificat pot necesita reducerea volumului de îndatorare în cazul în care se confruntă cu un nivel ridicat al serviciului datoriei.

Duval et al. (2017) arată, de asemenea, că firmele care, la debutul crizei economice și financiare din anul 2008, aveau o situație financiară mai fragilă (un grad de îndatorare mai ridicat sau o pondere mai mare a datoriilor pe termen scurt) au înregistrat o diminuare semnificativ mai mare a productivității totale după criză, inclusiv pe fondul reducerii substanțiale a investițiilor, care s-a manifestat în special la nivelul bunurilor de capital intangibile. La o concluzie similară ajunge și lucrarea lui Kalemlı-Özcan et al. (2018), care, pe baza datelor la nivel de firmă din 8 țări europene, arată că declinul investițiilor acestora din perioada post-criză a fost determinat de gradul de îndatorare ridicat și de creșterea

¹ Măsurată prin raportul dintre rezultatul înainte de dobânzi, impozite, depreciere și amortizare (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* - EBITDA) și datorie, respectiv dintre cheltuielile cu dobânzile și EBITDA.

serviciului datoriei. Autorii argumentează că situația din statele europene - pentru care investițiile nete ale sectorului companiilor (ca procent în PIB) nu și-au revenit nici în anul 2016 la nivelul din 2008, spre deosebire de SUA unde recuperarea a fost mult mai rapidă (în anul 2014 revenindu-se la nivelul din 2008) -, este cauzată de îndatorarea excesivă a firmelor europene în perioada premergătoare crizei.

La rândul său, Keuning (1999) consideră că structura pasivelor unei întreprinderi trebuie văzută ca fiind un factor separat în procesul de producție, spre deosebire de practica actuală în care stocul de capital este considerat ca impunându-se să fie la nivelul activelor fixe. Studiul are ca punct de plecare costul economic al capitalului, arătând că acesta este elementul care contează în lumea reală, atât pentru utilizatorii capitalului, cât și pentru proprietarii acestuia, deoarece reprezintă remunerarea acestora. Prețul mediu pentru utilizarea diverselor tipuri de surse de finanțare (depozite, împrumuturi, capitaluri proprii) destinate producției depinde de modul în care este finanțată întreprinderea, așa cum se reflectă pe partea de pasiv a bilanțului, precum și de nivelul prețurilor diferitelor tipuri de finanțări (ratele dobânzii, randamentul utilizării capitalurilor proprii) care trebuie să fie plătite pentru utilizarea tuturor acestor tipuri de pasive. Chiar dacă deciziile de finanțare și producție sunt luate separat, performanța economică a firmelor, a industriilor și a întregii economii depinde în mare măsură de structura de finanțare. Proprietarii pasivelor este necesar să fie plățiți în mod prioritar în raport cu activele finanțate cu aceste fonduri. Plățile reflectă i) o compensare pentru pierderea puterii de cumpărare ca urmare a inflației; ii) o remunerare pentru riscul de faliment sau pentru eventuale pierderi ale valorii investite; și iii) o plată pentru că proprietarii fondurilor se abțin de la consum în timpul perioadei de referință. Modificările în prețul utilizării fondurilor sunt determinate de schimbări în cei trei factori menționați, și nu de o modificare a prețului activelor fixe. Spre exemplu, în cazul în care o parte importantă a bilanțului unei întreprinderi constă în împrumuturi pe termen scurt, o creștere a ratei dobânzii pe termen scurt implică o majorare semnificativă a costurilor de producție, indiferent de tipurile de active nefinanciare (fixe) utilizate în procesul de producție. Această creștere a costurilor nu este înregistrată de o firmă cu același tip de active nefinanciare, în aceeași industrie, care este finanțată, de exemplu, prin împrumuturi pe termen lung care nu sunt scadente în viitorul imediat.

Cu alte cuvinte, capitalul nu se referă strict la activele fixe, ci în mod preponderent la sursele de finanțare, în acest context, lucrarea prezentă propunând schimbarea accentului în analiză de la partea activelor a bilanțului la partea de pasive. Considerăm că această reconfigurare a modelului de producție ar putea da o nouă perspectivă asupra diferențelor de creștere a productivității între firme, industrii sau țări și, implicit, asupra factorilor determinanți ai creșterii economice.

În acest context, Keuning (2009) subliniază că recunoașterea capitalului financiar ca factor de producție se numără printre între nevoile utilizatorilor statisticii privind conturile naționale, inclusiv în scopul elaborării politicii monetare și evaluării stabilității financiare, pentru anul 2020.

Similar, Diewert (2014) susține că sistemul de conturi naționale utilizat în prezent nu oferă un cadru satisfăcător pentru integrarea tranzacțiilor financiare în conturile de producție. Autorul arată că includerea tranzacțiilor financiare în teoria tradițională a firmei (care se ocupă cu intrările și ieșirile fizice, și nu cu valorile financiare nominale) poate fi privită ca o problemă a descompunerii, în termeni analitici mai relevanți, a excedentului brut de exploatare (EBE) - care este egal cu valoarea producției, mai puțin cu factorii intermediari de producție la care se adaugă forța de muncă utilizată în cursul perioadei de referință. Astfel, EBE este descompus ținând cont de costul mediu ponderat al finanțării prin capital sub formă de datorii și surse proprii, autorul calculând doi termeni care reprezintă costul utilizării capitalului nefinanciar (sau fizic) al firmei și costul deținerii de depozite la vedere (sau bani). Respectiva abordare ia în calcul, de asemenea, costul de oportunitate a investirii capitalului financiar în deținerea de capital fizic.

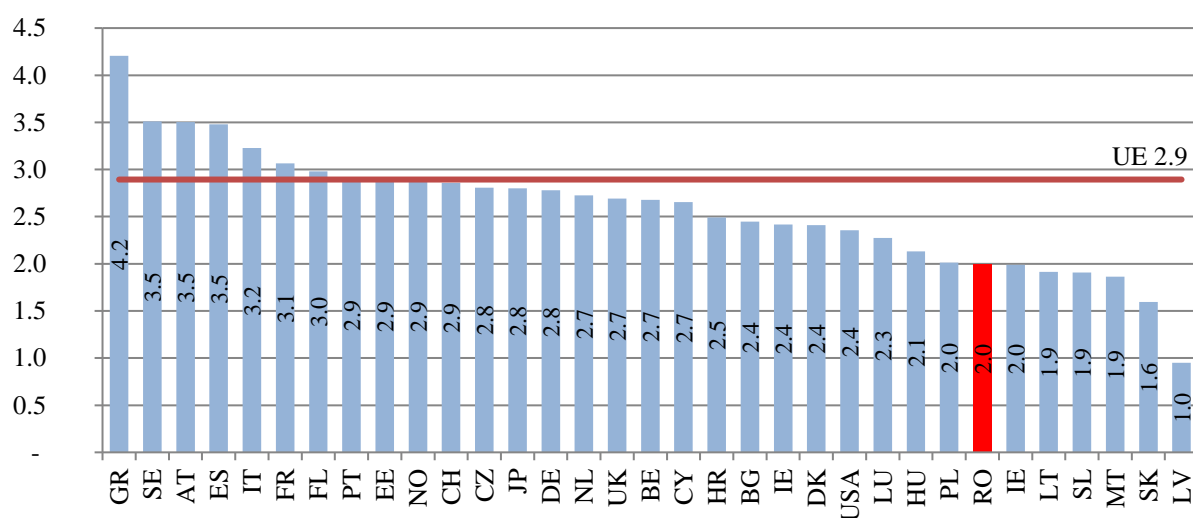
2. Stocul de capital din economie și situația finanțării firmelor din România

Stocul de capital fix în România este estimat, în general, utilizând metoda inventarului permanent (*perpetual inventory method* - PIM). Această metodă constă în acumularea formării de capital și deducerea valorii activelor care au ajuns la sfârșitul duratei de viață. Cerințele de bază pentru aplicarea PIM în evaluarea stocului brut al capitalului sunt: (1) o estimare inițială a stocului de capital; (2) statistici privind formarea brută de capital fix pe o perioadă cât mai lungă de timp; (3) informații privind deprecierea capitalului. Pentru rata de

depreciere, după caz, diverși autori aleg o valoare constantă, i.e. 5% anual (a se vedea, de exemplu, Altăr et al., 2010), iar, în general, momentul inițial al estimării stocului de capital este stabilit pentru anul 1995, când valoarea capitalului fizic este fixată ca fiind de două ori mai mare decât PIB-ul în acel moment.

Pe baza acestor estimări, se constată că, în comparație cu alte țări, atât dezvoltate, cât și făcând parte din grupul țărilor foste socialiste din Europa Centrală și de Est, România are un volum redus al capitalului raportat la PIB. În anul 2017, ponderea capitalului în PIB în cazul României este de 2, ceea ce ne situează sub: i) media UE (2,9), ii) statele dezvoltate precum Suedia, Austria și Spania (3,5), Franța (3,1), Finlanda (3) și (iii) țările din regiune: Cehia (2,8), Croația (2,5), Bulgaria (2,4) etc.

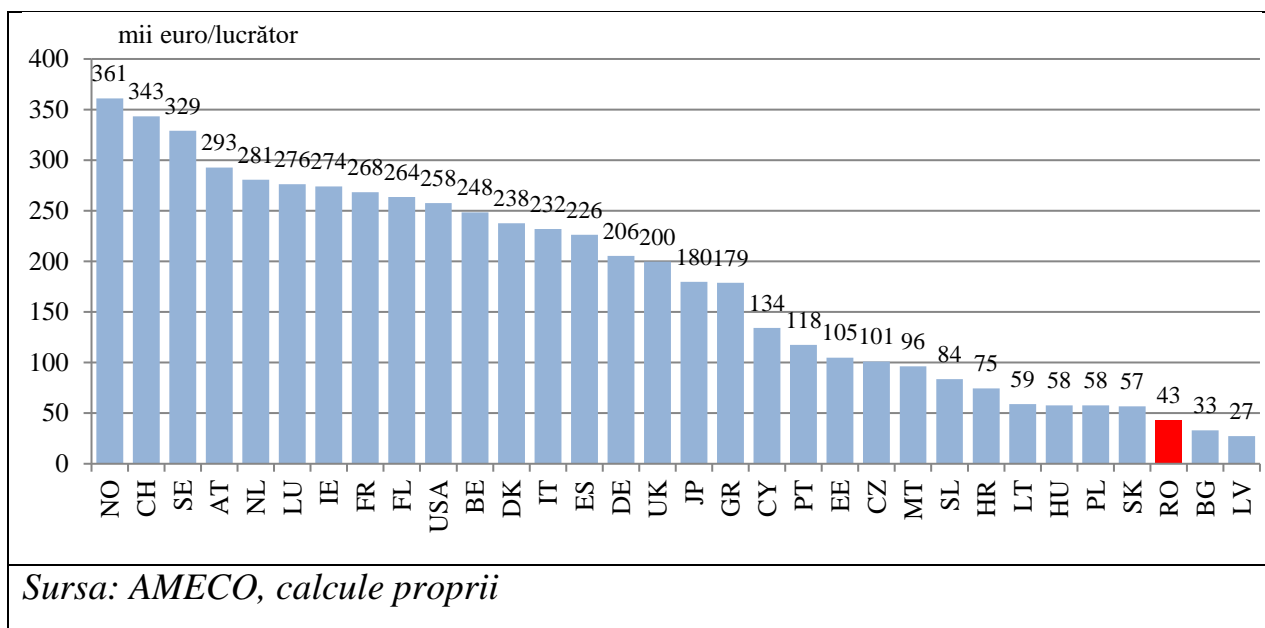
Grafic 1. Ponderea stocului de capital în PIB (2017)



Sursa: AMECO

Similar, raportat la factorul muncă, se constată că România are cel mai scăzut nivel al înzestrării cu active fixe a forței de muncă (43 mii euro/persoană angajată), comparativ cu peste 300 mii euro/persoană în Norvegia (361 mii), Elveția (343 mii), Suedia (329 mii), precum și față de Cehia (110 mii euro/persoană), Slovenia (84 mii), Croația (75 mii) etc.

Grafic 2. Înzestrarea muncii cu active fixe (2017)



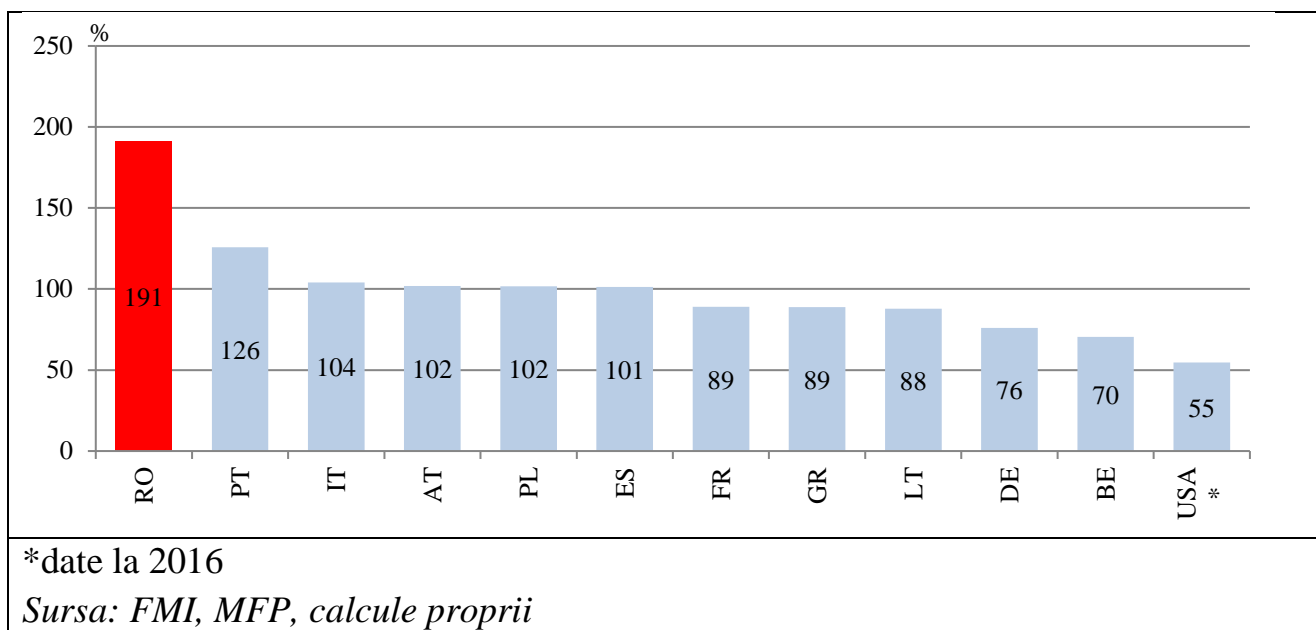
În general, se poate observa o relație pozitivă între nivelul de dezvoltare al unei țări și stocul de capital, în sensul în care țările dezvoltate (cum ar fi Suedia, Austria, Olanda, Franța, Finlanda etc.) înregistrează un raport ridicat între capital și PIB, precum și un grad mare de înzestrare a lucrătorilor cu active fixe.

Nu numai că România prezintă indicatori mai reduși referitori la înzestrarea cu capital fix decât majoritatea statelor europene dezvoltate, dar, de asemenea, atunci când analizăm modelul de finanțare a firmelor, se poate observa un model diferit față de restul țărilor analizate. Deși procesul de formare a capitalului fix este unul complex, fiind influențat de o gamă largă de factori (eficiența mediului de afaceri, calitatea instituțiilor, nivelul încrederii agenților economici², pregătirea și cultura antreprenorială etc.), considerăm că structura de finanțare a companiilor are o relevanță ridicată asupra comportamentului investițional al societăților comerciale, așa cum vom arăta în continuare.

În ceea ce privește structura de finanțare a firmelor, România se remarcă drept țara cu cel mai ridicat nivel de îndatorare: în 2017, indicatorul *debt-to-equity* este de 191%, semnificativ mai mare față de următoarele țări clasate: Portugalia 126%, Italia 104%, Austria și Polonia 102%. La polul opus, firmele din SUA prezintă un grad de îndatorare de numai 55%, companiile din Belgia 70%, Germania 76% și Lituania 88%.

Grafic 3. Raportul dintre datoriile și capitalurile proprii ale firmelor (2017)

² BNR (2019) arată că o creștere a incertitudinii din economie frânează investițiile, un mediu economic mai volatil afectând în special firmele mici și medii.



Mai mult, se constată că raportul dintre datoriile și capitalul propriu al firmelor din România s-a majorat semnificativ în perioada 1994–2016, respectiv de la numai 26% în anul 1994, la 206% în 2016, cu un maxim istoric de 244% în 2012. În anul 2017, raportul dintre datoriile firmelor și capitalul propriu al acestora s-a diminuat ușor, ajungând la 191%, această evoluție fiind determinată de avansul cu 9% (+8,5 mld. euro) al stocului de capital aferent sectorului companiilor, care a anihilat majorarea datoriilor cu 0,8% (+1,6 mld. euro). Sporirea capitalurilor proprii ecranează evoluții diferite între: i) grupa companiilor care au înregistrat o majorare semnificativă a surselor proprii de finanțare (+16,9 mld. euro), cuprinzând 269 mii de firme (41% din total), la care se constată că avansul stocului de capital are un grad ridicat de concentrare, primele 10 societăți clasificate după criteriul creșterii capitalurilor proprii însumând o majorare de 2,1 mld. euro (12% din totalul majorării), iar primele 100 companii o sporire a fondurilor proprii de finanțare de 5,1 mld. euro (30% din total) și ii) categoria societăților comerciale pentru care stocul de capital a scăzut substanțial (-11,7 mld. euro), care este, de asemenea, foarte numeroasă, respectiv 222 mii de unități (34% din total). Avansul stocului de capital s-a înregistrat și în contextul accelerării, în anul 2017, a înființării de noi firme. Astfel, aproximativ 31% (2,6 mld. euro) din majorarea stocului de capital pe parcursul anului 2017 a fost aferentă societăților comerciale nou constituite³. Analiza în structură a firmelor noi din economia autohtonă arată că acest fenomen s-a înregistrat, în

³ Au fost luate în calcul firmele care au depus situațiile financiare la MFP în anul 2017 și care nu se regăsesc în baza de date din anul 2016.

funcție de dimensiunea societăților comerciale, preponderent la nivelul microîntreprinderilor (98% din numărul companiilor noi), iar, după criteriul sectorului de activitate, cu precădere în domeniul serviciilor (47% din total) și comerțului (26%). Ținând cont de: i) gradul ridicat de concentrare a majorării stocului de capital, respectiv numai un număr relativ redus de firme care au înregistrat creșteri semnificative ale surselor proprii de finanțare, ii) existența unei categorii numeroase de societăți comerciale care au prezentat scăderi substanțiale ale capitalului, precum și iii) vulnerabilitățile sectorului microîntreprinderilor și cele generate de concentrarea activității din România la nivelul serviciilor cu un grad scăzut de calificare, rezultă că evoluția favorabilă, în anul 2017, a indicatorului debt-to-equity este necesar a fi interpretată cu prudență.

De asemenea, se impune subliniat că ponderea foarte ridicată a capitalului (80%) în totalul bilanțier, reflectată de situația din 1994, reprezintă o reproducere a structurii fondurilor proprii din perioada socialistă, caracterizată, în condițiile unei industrii dezvoltate extensiv, printr-un volum foarte ridicat al activelor fixe (care aveau drept contrapondere valorică în pasiv „fondul mijloacelor fixe”) și un quantum scăzut al fondurilor circulante proprii. Fondurile circulante erau completate, înainte de 1989, cu credite bancare asigurate prin plan, care permiteau „controlul prin leu” al activității întreprinderilor socialiste. Dar, în condițiile tensiunilor interne ale planului, volumul creditelor nu era suficient pentru a asigura sursele financiare în scopul respectării duratei prevăzute a ciclului de producție, ceea ce provoca frecvente și semnificative imobilizări de mijloace circulante. Potrivit contabilității socialiste, activele fixe și cele circulante aveau în contrapartidă, pe partea de pasiv bilanțier, o reflectare separată a finanțării mijloacelor fixe și a mijloacelor circulante prin fondul mijloacelor fixe și, respectiv, al mijloacelor circulante. Noua metodologie contabilă introdusă în anul 1994 a unificat fondul mijloacelor fixe cu cel al mijloacelor circulante în cadrul poziției capital, ceea ce a creat impresia unei capitalizări foarte bune a companiilor de stat foste socialiste în raport cu datoriile acestora. Era numai o aparență, deoarece esența problemei rămânea aceeași, și anume prea puțin capital circulant raportat la volumul capitalului fix, ceea ce făcea necesară restructurarea și capitalizarea firmelor, concomitent cu privatizarea acestora pe baza unei strategii naționale coerente și eficiente din perspectiva menținerii potențialului productiv al țării în sectoarele competitive. Din anul 1997 s-a optat pentru privatizarea societăților comerciale de stat fără limită de preț, urmând ca sarcina capitalizării să revină noului proprietar, potrivit deciziei acestuia referitoare la activitatea viitoare a firmei, ceea ce a generat concomitent două fenomene: i) și-

au încetat activitatea marile întreprinderi socialiste („mastodonții” sau „dinozaurii”, cum erau denumite în acei ani aceste uzine) supradotate cu capital fix și subfinanțate cu capital circulant și ii) „au intrat în scenă” noi societăți comerciale private, cărora, potrivit legislației acelor vremuri, li s-au impus cerințe de capital foarte reduse și li s-a permis o disciplină financiară laxă, evoluții care se reflectă în gradul actual de capitalizare a sectorului firmelor din România, aflate printre cele mai reduse din UE. Se poate constata, astfel, că economia de piață actuală din România este bazată, în mod paradoxal, în principal pe datorii, și nu pe capital.

Considerăm că o astfel de situație, care demonstrează un nivel ridicat al datoriilor acumulate la nivelul companiilor autohtone, inhibă potențialul investițional al firmelor și, implicit, creșterea economică efectivă și potențială. În acest sens, o analiză recentă efectuată de BNR (2019) privind cauzele performanței slabe a României în ceea ce privește investițiile, atât față de vârful înregistrat de acestea în anul 2008, cât și prin comparație cu alte economii emergente din regiune (Cehia, Polonia, Ungaria), arată că unul dintre factorii principali care au determinat evoluția modestă a formării brute de capital fix din economie îl reprezintă gradul de îndatorare al firmelor. Astfel, se arată că redresarea cererii începând cu anul 2014, precum și îmbunătățirea încrederii în economie nu au reușit să antreneze o revigorare notabilă a acumulării de capital a companiilor. Aceasta în condițiile în care multe companii din economia românească sunt supraîndatorate, iar rezultatele econometrice arată că îndatorarea are un impact negativ semnificativ asupra deciziei de a realiza investiții – o majorare cu un punct procentual a levierului (calculat ca raport între datoriile totale și activele totale) diminuează probabilitatea firmei de a realiza investiții cu 0,7 – 0,8 p.p. În aceste condiții, rezultatele studiului citat privind motivele care explică diferența dintre performanța României și cea a altor economii emergente din regiune referitor la formarea brută de capital fix evidențiază că investițiile autohtone nu par a fi dezavantajate de profitabilitatea firmelor, care este comparabilă, în linii mari, cu cea specifică celorlalte state din grupul de țări examinate, ci, în schimb, de nivelul mai ridicat al îndatorării firmelor față de celelalte state, respectiv de nivelul prea redus al capitalului propriu.

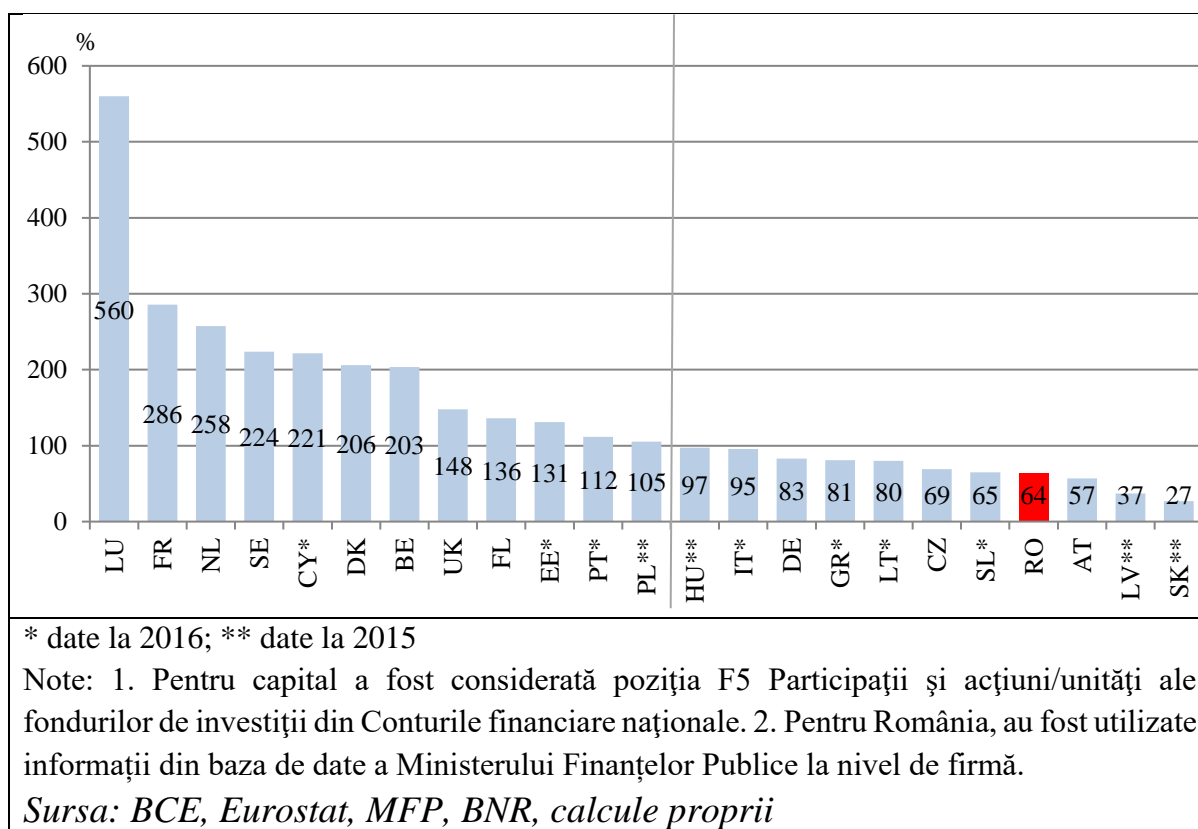
Analizând în detaliu situația capitalizării la nivel de firmă, rezultă că indicatorul de îndatorare agregat de 191% în anul 2017, are o reprezentativitate redusă în cadrul sectorului companiilor din România. În realitate, există două categorii distincte de societăți comerciale, respectiv:

- segmentul firmelor cu o situație financiară prudentă, respectiv cu un raport dintre datorii și capitaluri subunitar, această numărând 34% (221,1 mii unități) dintre societățile comerciale din România. Nivelul mediu al indicatorului *debt-to-equity* pentru această categorie de firme este de numai 30%.
- la polul opus, categoria mult mai numeroasă o reprezintă firmele supraîndatorate, care cuprinde:
 - companii cu capitaluri negative (datoriile au depășit activele), numărând 39% (254,7 mii) din total și
 - firmele cu un grad de îndatorare mai mare decât pragul de prudență de 1 (dar cu un nivel pozitiv al capitalului propriu), reprezentând 24% din total (respectiv 157,7 mii unități). Nivelul mediu al îndatorării pentru această categorie de societăți comerciale este foarte ridicat, respectiv de 293%.

Mai mult, companiile din România își finanțează activele fixe prin surse proprii (capitaluri proprii) într-o măsură mai mică decât marea majoritate a altor state europene. Raportul dintre capitalul propriu și activele fixe în țara noastră este de numai 64% în anul 2017, situație accentuat nefavorabilă față de alte state pentru care capitalurile proprii ale întreprinderilor depășesc nivelul activelor fixe: raportul dintre cei doi indicatori este de peste 200% în Franța (286%), Olanda (258%), Suedia (224%), Danemarca (206%), Belgia (203%), iar în Luxemburg este deosebit de ridicat (560%). Și țările foste state socialiste din regiune prezintă o situație mai prudentă: Polonia (105%), Ungaria (97%), Lituania (80%). O excepție între țările dezvoltate este Austria, pentru care raportul dintre capitalurile proprii și activele fixe nete este de numai 57%.

O astfel de situație, în care dependența firmelor de creditorii este ridicată, autonomia în finanțarea capitalului fix fiind, astfel, deosebit de redusă, considerăm că ridică probleme din perspectiva stabilității, calității și gradului de complexitate a stocului de capital la nivelul sectorului companiilor. Astfel, în condițiile în care sursele proprii ale societăților comerciale din România acoperă numai 64% din activele fixe ale acestora, rezultă că firmele au nevoie să apeleze la datorii nu numai pentru a crește, dar chiar pentru a menține investițiile existente.

Grafic 4. Raportul dintre capitalul propriu și activele fixe nete ale firmelor (2017)



În ipoteza unor evenimente nefavorabile, cu efecte negative asupra disponibilității financiare a creditorilor (parteneri comerciali, bănci etc.), firmele supraîndatorate, cu precădere, pot avea dificultăți în a-și asigura resursele pentru activitatea curentă, precum și pentru cea investițională (această ipoteză este demonstrată în *Secțiunea 3* din prezenta lucrare). O astfel de situație conduce la încetinirea ritmului de creștere a stocului de capital, care, la rândul său, afectează potențialul de creștere a economiei. Mai mult, companiile din România au înregistrat, în ultimii ani, și o deteriorare a autonomiei financiare pe termen scurt, respectiv gradul de acoperire a datoriilor pe termen scurt prin activele circulante s-a redus la 98,5% în 2017, comparativ cu valori supraunitare 103% în 2006 și 100% în 2007.

Se impune subliniat că statele care prezintă un raport adecvat între capitalurile proprii și activele fixe ale firmelor, înregistrează, în general, un nivel semnificativ mai ridicat al investițiilor raportate la numărul de angajați. Astfel, în anul 2016, firmele din industrie care activează în statele cu raport supraunitar între sursele proprii și capitalul fix înregistrează, în medie, un nivel al investițiilor de 10 mii euro/salariat, în timp ce în statele unde gradul de acoperire cu capital propriu a activelor fixe este subunitar, valoarea investițiilor este de numai 6,6 mii euro/persoană. În România, firmele din industrie investesc numai 4,6 mii

euro/angajat, la jumătate față de media europeană de 8,6 mii euro/persoană. Și alte studii în domeniu (Guda, 2019) arată că investițiile noi pe termen lung ale firmelor autohtone, care reflectă înnoirea activelor, au fost semnificativ mai lente comparativ cu amortizarea (care reflectă învechirea activelor pe fondul utilizării lor în timp). Autorul arată că, la nivelul sectorului companiilor, investițiile noi realizate pe parcursul anului 2017 au ajuns la cel mai scăzut nivel înregistrat în ultimul deceniu (8,1 mld. lei, de aproape zece ori mai puțin decât în anul anterior).

În ceea ce privește procesul investițional din țara noastră, se impun a fi menționate și următoarele constatări ale BEI (2018)⁴:

- În anul 2018, numai 68% dintre companiile din România declară că au efectuat investiții⁵, semnificativ (-19 p.p.) sub media europeană de 87%. Pe baza activității investiționale recente, precum și a așteptărilor privind investițiile în următorul an, BEI plasează România în cadrulul “expansiune redusă a investițiilor” în cadrul ciclului investițional.
- Mai mult, în România, ponderea investițiilor în active intangibile (cercetare-dezvoltare, îmbunătățirea proceselor, software etc.) este semnificativ sub media europeană, respectiv 25% față de 36%.
- Investițiile efectuate de societățile comerciale sunt determinate în proporție de 40% de nevoi de înlocuire a activelor fixe existente, 33% din investițiile efectuate (în anul 2018) au avut ca scop extinderea capacității de producție pentru bunurile și serviciile existente, în timp ce numai 13% din investiții au avut ca scop dezvoltarea de noi produse, procese sau servicii. Așteptările privind activitatea investițională în următorul an arată continuarea acestei evoluții, în linie cu situația la nivel european.
- Calitatea activelor fixe rămâne redusă, în condițiile în care ponderea medie a echipamentelor considerate de companii ca fiind de ultimă generație este de numai 28% în România, față de 44% în UE (-16 p.p.). Mai mult, percepția companiilor privind starea echipamentelor s-a deteriorat față de sondajul similar efectuat în 2017, când ponderea echipamentelor de ultimă generație era declarată ca fiind la nivelul de 35%.
 - O astfel de situație nefavorabilă în care se regăsesc firmele din România ridică motive serioase de îngrijorare, ținând cont că o calitate superioară a capitalului (măsurată ca ponderea în total active a echipamentelor, inclusiv IT, de ultimă generație) poate conduce la o

⁴ Constatări ale Sondajului BEI *EIB Investment Survey* (2018)

⁵ O firmă este considerată că a efectuat investiții dacă a cheltuit mai mult de 500 euro/angajat pentru activități de investiții, cu scopul de a menține sau a majora câștigurile viitoare ale companiei.

eficiență marginală sporită a factorului capital, cu efecte pozitive asupra creșterii economice efective și potențiale.

- În aceste condiții, productivitatea totală a factorilor de producție⁶ a firmelor autohtone este semnificativ mai redusă comparativ cu media europeană, circa 79% dintre companiile din România situându-se în cea mai redusă quintilă a productivității (reprezentând 20% din populația de firme cu cea mai scăzută productivitate).
- Cu toate acestea, 77% dintre firmele din România consideră că au investit suficient în ultimii 3 ani, ceea ce poate explica evoluția modestă a formării brute de capital fix din țara noastră în perioada recentă.
- Referitor la sursele de finanțare pentru efectuarea investițiilor, companiile din România declară că cele interne au cea mai mare pondere (72%, peste 62% în cazul UE), în timp ce sursele externe de finanțare sunt utilizate în proporție semnificativ mai redusă decât media europeană (26% față de 35%).

Nu numai că insuficiența surselor proprii de finanțare a firmelor din România, în raport cu stocul de capital fix, determină un volum redus al investițiilor, dar, mai mult, atunci când societățile au posibilitatea să facă investiții, acestea sunt direcționate în proporție scăzută în mijloace de producție complexe, moderne/automate.

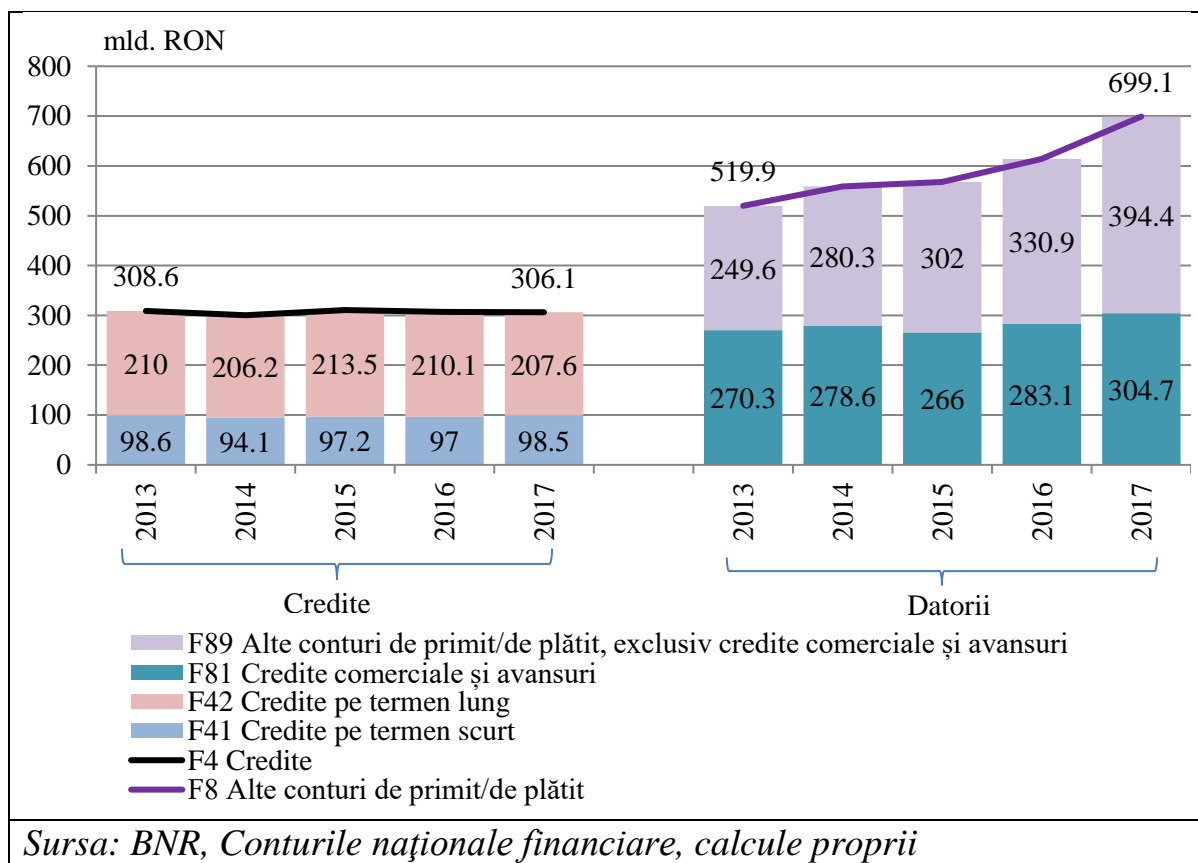
Astfel, se constată că gradul de complexitate a procesului de producție este influențat negativ de raportul inadecvat dintre capitalurile proprii și activele fixe, această situație fiind probată și în cazul celorlalte state europene. Pe de o parte, majoritatea statelor unde sursele proprii ale firmelor sunt insuficiente în raport cu activele fixe înregistrează cu o proporție foarte redusă (3% față de media europeană de 7%) a companiilor care utilizează roboți industriali sau pentru prestări servicii: Ungaria (cu un grad de acoperire cu surse proprii a capitalului fix de 97%); Grecia (81%), Lituania (80%) și România (64%). Excepții între statele cu o intensitate scăzută de folosire a roboților sunt Estonia, unde, deși raportul dintre capitalurile proprii și activele fixe este ridicat, respectiv 131%, ponderea firmelor care folosesc roboți este de 3% și Cipru, cu cea mai redusă proporție a companiilor care folosesc roboți (1%), în pofida unui grad ridicat de acoperire cu surse proprii a activelor fixe ale firmelor (221%). Pe de altă parte, printre țările cu cel mai înalt procent al companiilor care folosesc roboți în

⁶ O măsură a eficienței cu care o firmă își transformă intrările în procesul de producție (capital și muncă) în ieșiri (valoare adăugată).

procesul de producție se numără state cu un raport foarte bun între capitalurile proprii și activele fixe. Astfel, în Danemarca, circa 10% dintre firme folosesc roboți (al doilea cel mai mare nivel din UE, după Spania cu 11%), în condițiile în care această țară înregistrează un raport între capitalurile proprii și activele fixe ale firmelor de 206%. În Finlanda, unde tot 10% dintre companii folosesc roboți, capitalurile proprii ale firmelor depășesc, de asemenea, activele fixe (raport de 136%). Următoarele țări clasate după ponderea firmelor care folosesc roboți sunt Italia cu 9% de astfel de firme (pentru care raportul dintre capitalurile proprii și activele fixe este aproape unitar, respectiv 96%), Franța, Olanda și Portugalia, unde 8% dintre societățile comerciale folosesc roboți în condițiile unui raport supraunitar între capitalurile proprii și capitalul fix al firmelor (286%, 258%, respectiv 112%). Aceste evoluții demonstrează, în mod evident, că volumul fondurilor proprii ale firmelor influențează atât nivelul, cât și calitatea investițiilor.

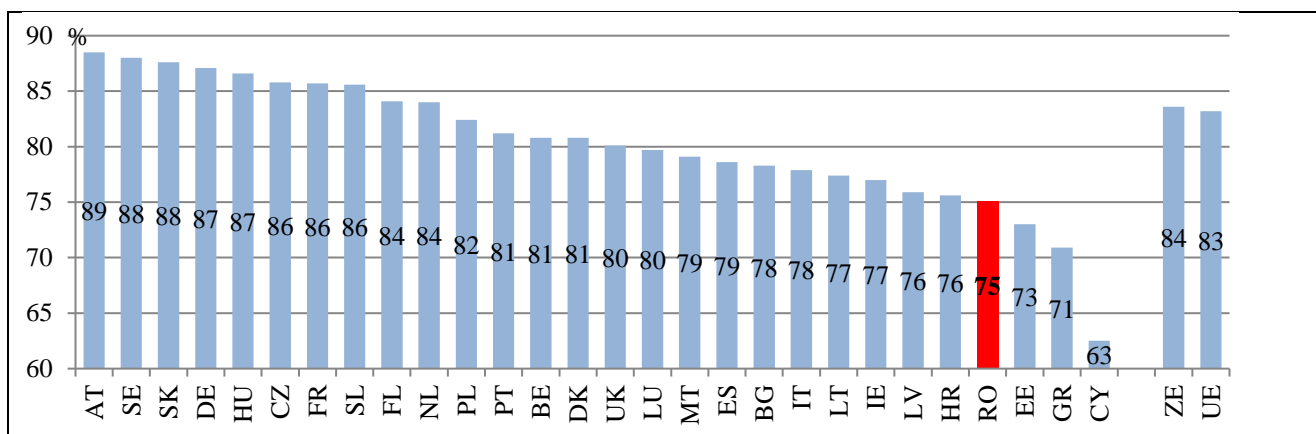
În acest sens, se impune menționat că finanțarea imprudentă a activelor fixe la nivelul firmelor din România este demonstrată nu numai de insuficiența surselor proprii permanente ale acestora, ci și din faptul că, în ultimii ani, companiile au înregistrat o creștere a îndatorării preponderent pe termen scurt. Astfel, pe baza datelor furnizate de *Conturile financiare naționale*, se constată că datoriile firmelor de tipul creditului comercial s-au majorat semnificativ în intervalul 2013-2017, cu 34,5% (+179,2 mld. lei, de la 519,9 mld. lei la 699,1 mld. lei), iar, în cadrul acestui tip de finanțare, componenta “alte conturi de plătit” (în care se regăesc, în principal, datoriile neonorate în cadrul termenelor contractuale) a sporit cel mai rapid, respectiv cu 58% (+144,8 mld. lei, de la 249,6 mld. lei la 394,4 mld. lei). În schimb, creditul bancar contractat de sectorul firmelor s-a redus ușor (-0,8%, respectiv -2,5 mld. lei, de la 308,6 mld. lei la 306,1 mld. lei), evoluția fiind determinată de diminuarea împrumuturilor pe termen lung (-1,1%, respectiv -2,4 mld. lei, de la 210 mld. lei, la 207,6 mld. lei), în timp ce segmentul creditelor pe termen scurt a rămas relativ constatat în intervalul de analiză (la 98,5 mld. lei). Această evoluție întărește concluzia că modelul defectuos de finanțare a firmelor din România afectează calitatea investițiilor, ținând cont că societățile comerciale românești ajung să-și acopere activele fixe utilizând o parte din datoriile curente, ceea ce nu le permite să dispună de o marjă de siguranță a finanțării pe termen lung (Georgescu, 2018).

Grafic 5. Evoluția creditelor și datoriilor sectorului firmelor (2013-2017)



Alți factori care pot explica dinamica redusă a stocului de capital fix din România și calitatea slabă a acestuia raportat la nevoile de dezvoltare a țării sunt, pe lângă calitatea slabă a investițiilor efectuate de sectorul firmelor, și utilizarea mai scăzută, comparativ cu alte state europene, a capacităților de producție. În acest sens, se impune menționat că România prezintă unul dintre cele mai reduse niveluri ale gradului de utilizare a capacităților de producție din industrie, raportat la celelalte state UE, de numai 75% la finele anului 2018, cu 8 p.p. sub media europeană (83%) și semnificativ mai coborât față de statele cu cele mai mari valori ale indicatorului, între care se regăsesc inclusiv țări foste socialiste din regiune: Austria (89%), Suedia și Slovacia (88%), Germania și Ungaria (87%), Cehia, Franța și Slovenia (86%) etc.

Grafic 6. Gradul de utilizare a capacităților de producție (T4/2018)

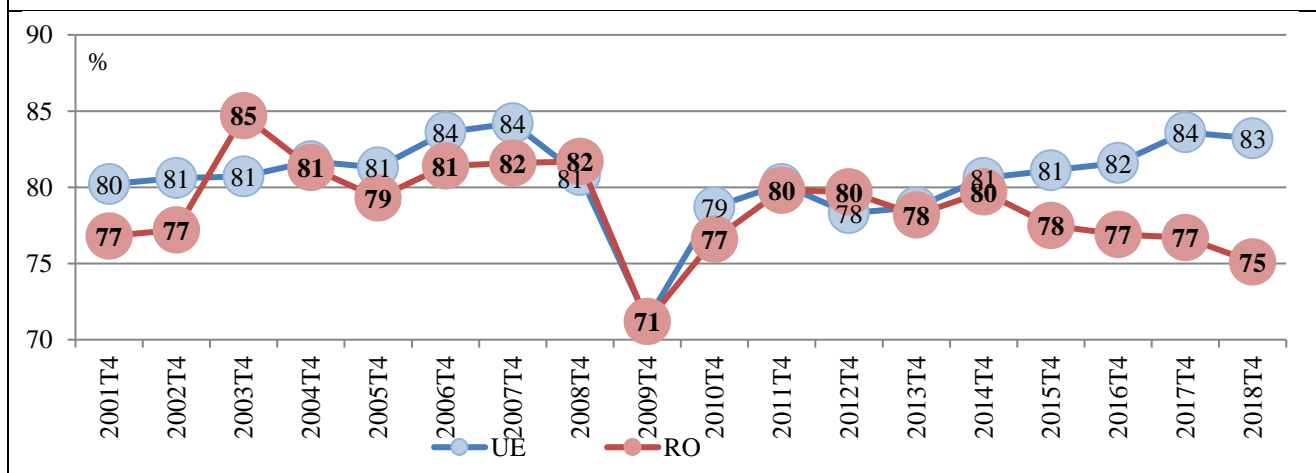


Notă: date ajustate sezonier

Sursa: DG ECFIN

Problema gradului scăzut de utilizare a capacităților de producție în cazul firmelor din țara noastră constituie un subiect cu atât mai preocupant cu cât în ultimii ani, în pofida creșterii activității economice, acest indicator s-a deteriorat continuu (de la 80% în 2014, la 75% în 2018), iar diferența față de media europeană s-a adâncit (de la numai 1 p.p. în 2014, la 8 p.p. în 2018).

Grafic 7. Evoluția gradului de utilizare a capacităților de producție în România și în UE



Notă: date ajustate sezonier

Sursa: DG ECFIN

Autonomia financiară redusă a firmelor, calitatea slabă a procesului investițional și gradul relativ scăzut de utilizare a capacităților de producție care se manifestă în România, inhibă în mod accentuat forța factorului capital de a potența creșterea economică. De altfel, analiza corelației dintre raportul capitaluri proprii/active fixe pe de o parte și contribuția capitalului la evoluția PIB potențial arată că: i) în cazul statelor pentru care sursele proprii de finanțare depășesc

activele fixe - ceea ce demonstrează capacitatea firmelor de a susține investiții suplimentare din capitalul propriu -, contribuția directă a capitalului la creșterea potențială este, în medie, de 40%, în timp ce ii) pentru țările unde raportul dintre capitalurile proprii și activele fixe este subunitar, această contribuție a factorului capital la majorarea PIB potențial este, în medie, de numai 23%.

3. Analiza corelației dintre performanța economică a firmelor, rata investițiilor și nivelul îndatorării

Pornind de la constatările din literatura de specialitate care a demonstrat efectul negativ al îndatorării ridicate asupra investițiilor firmelor, precum și de la evidențele din România care au confirmat această ipoteză, am derulat un exercițiu empiric cu scopul de a analiza impactul recente crize financiare asupra performanțelor companiilor autohtone și a ratei de investire, în funcție de structura de finanțare a acestora la momentul declanșării respectivei crize.

Astfel, am grupat companiile în două categorii, în funcție de nivelul gradului de îndatorare, respectiv: i) firme supraîndatorate (cu un indicator debt-to-equity supraunitar sau având capitaluri negative) și ii) societăți comerciale cu o structură de finanțare mai prudentă, respectiv pentru care capitalul propriu este preponderent în cadrul bilanțului (indicator debt-to-equity subunitar). Am analizat situația firmelor în perioada premergătoare crizei, respectiv în intervalul 2004-2008, punând condiția ca societățile să se încadreze într-una dintre cele două categorii în funcție de indicatorul debt-to-equity în cel puțin 3 ani din cadrul intervalului. Am exclus, astfel, firmele care au apărut și au dispărut foarte rapid de pe piață și care pot distorsiona analiza (cu raportări pe o perioadă mai mică de 3 ani) și ne-am asigurat că tiparul de finanțare a companiilor rămase este persistent, demonstrând apartenența companiilor la un model de finanțare bazat preponderent fie pe datorii, fie pe capitaluri, în majoritatea timpului anterior declanșării crizei.

Se constată că, dintre firmele care au funcționat în perioada 2004-2008, majoritatea covârșitoare (80%) au fost încadrate în categoria companiilor cu finanțare preponderentă pe seama creditorilor, întrucât au raportat un indicator debt-to-equity supraunitar sau capitaluri negative în cel puțin 3 ani din intervalul de analiză.

Companiile supraîndatorate au prezentat, în medie, un grad de îndatorare deosebit de ridicat, de 558% (datoriile fiind peste 5 ori mai ridicate față de sursele proprii de finanțare), spre deosebire de firmele din a doua categorie, cu un levier (calculat ca raport dintre datorii și capitaluri) subunitar, pentru care indicatorul debt-to-equity a fost de numai 42%. Firmele supraîndatorate au fost caracterizate inclusiv de un grad de autonomie financiară pe termen scurt mai redus, activele circulate acoperind numai 85% din datoriile pe termen scurt, comparativ cu firmele cu un grad de îndatorare subunitar, care prezentau o rată a lichidității generale⁷ aproape dublă, respectiv 163%. De asemenea, rentabilitatea activelor⁸ în cazul companiilor supraîndatorate a fost substanțial mai redusă comparativ cu categoria firmelor cu o situație financiară mai prudentă (5,1% față de 9,8%).

În schimb, îndatorarea mai ridicată pare a fi avut un efect favorabil asupra ratei de investire⁹, care prezintă valori ușor mai ridicate în cazul firmelor supraîndatorate (15,3% față de 13,6% pentru societățile comerciale cu grad de îndatorare subunitar). De asemenea, aceste companii au prezentat o activitate economică mai ciclică, având o rată medie de creștere anuală a VAB de 28,1%, peste media pe economie de 22,3% și semnificativ mai ridicată față de firmele cu un levier subunitar, care au crescut mai lent, în medie cu 15,2%.

Tabel 1. Situația financiară a firmelor în funcție de gradul îndatorării, în perioada 2004-2008

Indicator	Firme supraîndatorate	Firme cu debt-to-equity subunitar
Număr	412.285	104.069
% din eșantion	80%	20%
Indicator debt-to-equity	558%	42%
Lichiditate generală	85%	163%
ROA	5,10%	9,80%
Rata de investiții	15,30%	13,60%
Rata anuală de creștere a VAB	28,10%	15,20%

Notă: valori medii pentru perioada 2004-2008

Sursa: MFP, calcule proprii

Apoi, s-a examinat evoluția principalilor indicatori financiari ai celor două grupe de companii după declanșarea crizei, respectiv între 2009 și 2017,

⁷ Active circulate/datorii pe termen scurt

⁸ Nu am analizat rata de rentabilitate a capitalurilor întrucât aceasta este distorsionată de baza de capital redusă a firmelor supraîndatorate.

⁹ Calculată ca pondere a modificării anuale a activelor imobilizate, ținând cont și de cheltuielile cu amortizarea, în totalul activelor firmelor.

restricționând eșantionul la firmele care au mai funcționat cel puțin 3 ani în acest interval, pentru a da robustețe analizei traiectoriei indicatorilor economici în perioada recentă. S-a evitat astfel volatilitatea indicatorilor, cauzată de companiile care au ieșit rapid de pe piață pe fondul crizei și care, în mod evident, aveau situații financiare foarte fragile. Se constată că, dintre firmele supraîndatorate la momentul declanșării crizei, numai 67,5% au continuat să funcționeze în cel puțin 3 ani în perioada post-criză, procent mai redus prin comparație cu societățile comerciale cu un levier subunitar, care au rămas pe piață pe o perioadă mai mare de 3 ani în proporție de 72,8%. Astfel, rata mai ridicată de ieșire de pe piață a firmelor supraîndatorate este un prim semn al vulnerabilității crescute a acestora în fața evenimentelor economice nefavorabile, cauzată de capitalizarea redusă și dependența ridicată de sursele de finanțare provenite din partea creditorilor.

Tabel 2. Situația financiară a firmelor în funcție de gradul îndatorării, în perioada 2009-2017

Indicator	Firme supraîndatorate anterior crizei	Firme cu debt-to-equity subunitar în perioada pre-criză
Indicator debt-to-equity	530%	49%
Lichiditate generală	84%	140%
ROA	2,90%	5,80%
Rata de investiții	5,30%	6,30%
Rata anuală de creștere a VAB	1%	0,7%

Notă: valori medii pentru perioada 2009-2017 pentru companiile care au depus situațiile financiare la MFP cel puțin 3 ani în acest interval.

Sursa: MFP, calcule proprii

De altfel, în perioada 2009-2017, decalajul dintre principalii indicatorii economici ai categoriei companiilor supraîndatorate, pe de o parte, și cei aferenți firmelor cu o situație financiară mai prudentă la momentul declanșării crizei, pe de altă parte, s-a menținut, atât în ceea ce privește gradul de îndatorare (530% față de 49%), autonomia financiară pe termen scurt (rata lichidității de 84%, față de 140%), cât și profitabilitatea (ROA de 2,9% comparativ cu 5,8%).

Se impune subliniat că ajustarea ratei de investire după criză a fost mai puternică în cazul firmelor supraîndatorate, în perioada 2009-2017 indicatorul reducându-se cu 10 p.p. față de media intervalului 2004-2008 (de la 15,3% la 5,3%), în timp ce comprimarea a fost mai redusă, respectiv de 7,3 p.p. (de la 13,6% la 6,3%) pentru firmele cu un indicator debt-to-equity subunitar. Astfel, față de perioada pre-criză, când firmele supraîndatorate aveau o activitate

investițională relativ mai ridicată comparativ cu firmele cu un raport subunitar dintre datorii și capitaluri, s-a ajuns ca, în perioada recentă, rata de investire a acestei categorii de companii să fie mai scăzută decât cea a firmelor care aveau o structură de finanțare mai adecvată¹⁰.

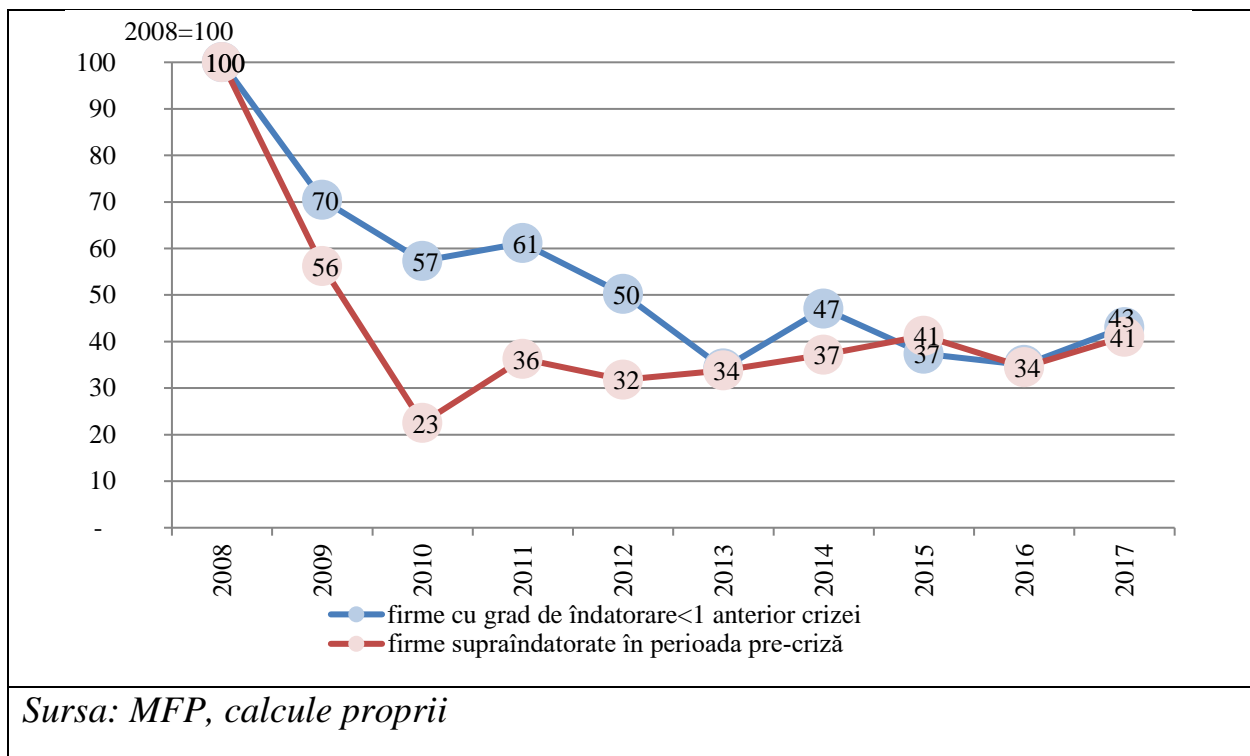
De altfel, în anii imediat următori declanșării crizei economice, rata de investire a firmelor supraîndatorate s-a comprimat puternic, în anul 2009 aceasta reprezentând doar 56% din nivelul din 2008, iar în 2010 numai 23%. Redresarea activității investiționale pentru această categorie de companii s-a dovedit a fi mai dificilă, astfel că în anul 2012, rata de investire reprezenta un procent încă deosebit de redus față de nivelul din 2008 (respectiv 32%). În schimb, firmele cu un raport dintre datorii și capitaluri subunitar la momentul declanșării crizei au cunoscut o ajustare mai redusă, astfel că în 2009 rata de investire s-a redus la 70% din nivelul din 2008, iar, în intervalul 2010-2012, rata de investire a acestei categorii de companii variind între 50% și 61% din rata aferentă anului 2008. Rezultatul este în linie cu cel obținut de Özcan et al. (2018) care arată că firmele europene care aveau un nivel mai ridicat al îndatorării și o pondere mai mare a datoriei pe termen scurt la momentul declanșării crizei și-au redus investițiile mai substanțial în perioada post-criză.

Aceste evoluții arată că deși inițial, la momentul contractării lor, datoriile pot contribui într-o oarecare măsură la demararea sau extinderea unor proiecte de investiții, situația de îndatorare excesivă devine, în timp - în special pe fondul unor șocuri negative ale activității economice -, un factor restrictiv pentru formarea de capital. Aceasta, inclusiv din cauză că nivelul ridicat al îndatorării diminuează încrederea partenerilor de afaceri și conduce la restrângerea accesului la finanțări suplimentare sau la creșterea costului acestora, vulnerabilizând, astfel, societățile comerciale supraîndatorate la fluctuații ale activității economice.

Începând cu anul 2013, în România s-a manifestat o înclinație spre investiții relativ reduse în cazul ambelor segmente de firme, astfel că în 2017, rata de investire reprezintă puțin peste 40% din nivelul înregistrat în 2008, atât pentru companiile supraîndatorate la momentul declanșării crizei (41%), cât și pentru societățile care aveau o situație financiară mai prudentă (53%).

Grafic 8. Evoluția ratei de investire în intervalul 2009-2017 în funcție de gradul de îndatorare în perioada anterioară crizei

¹⁰ Diferența la nivelul distribuțiilor ratei investirii aferente celor două categorii de firme a fost confirmată de testul statistic Kolmogorov-Smirnov, la un prag de semnificație de 1%.



Apetitul scăzut către investiții al sectorului companiilor afectează competitivitatea economică a României, mai ales în condițiile în care și în sectorul public se manifestă constrângeri care conduc la o activitate investițională modestă. În contextul în care ponderea în PIB a remunerării muncii se află la una dintre cele mai reduse cote din regiune (40% dintre angajații din România sunt plătiți cu salariul minim pe economie), statul a adoptat, în perioada recentă, o politică stimulantă privind factorul muncă (utilizând intens pârghia salariului minim și majorând substanțial remunerarea în unele domenii din sectorul bugetar). Aceasta a generat relativa încetinire a activității investiționale, ca unul dintre efectele faptului că, în prezent, în domeniul fiscal din România se manifestă o trinitate imposibil de realizat:

- creșterea puterii de cumpărare a cetățenilor, concomitent cu dezvoltarea infrastructurii fizice și umane;
- menținerea deficitului bugetar total în limita a 3% din PIB, în paralel cu reducerea deficitului structural;
- neutilizarea, în condițiile repartiției deficitare a valorii nou create în economie, a politicii fiscale ca pârghie de redistribuire între factorii de producție (capital și muncă) și, în interiorul acestora, pe baza unor criterii stimulante economic și corecte din punct de vedere social.

Ca în fiecare dintre situațiile similare, decidenții politico-economici sunt obligați să sacrifice unul dintre aceste trei obiective, hotărârea urmând a fi adoptată în raport cu starea economiei și intensitatea presiunilor de ordin social.

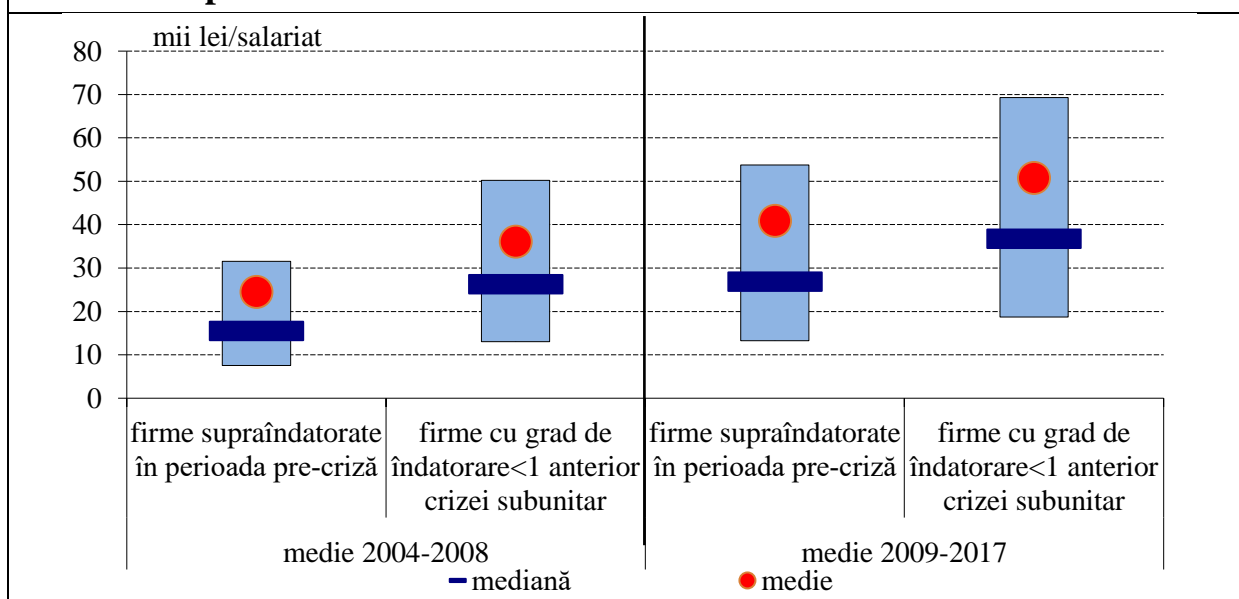
La avansul lent al capitalului fix contribuie și faptul că aportul fondurilor europene la formarea acestuia nu se situează la un nivel adecvat față de nevoile de dezvoltare a țării. Până în prezent, în contextul execuției cadrului bugetar european 2007-2013, s-a constatat că numai o proporție redusă a transferurilor de capital din cadrul fondurilor europene a fost localizată în sectorul privat (26,2%, respectiv 5,6 mld. euro), iar la nivelul acestui sector, destinațiile au vizat în special domenii cu potențial productiv scăzut, cu sublinierea că doar 26,8% din finanțările privind capitalul în zona privată (7% din totalul transferurilor de capital, respectiv 1,5 mld. euro) s-au regăsit în ramuri precum industria, construcțiile și transportul (din care o bună parte a fost utilizată de firme cu capital străin), care contribuie, prin efectul de multiplicare, la un avans consistent al volumului și calității capitalului fix din economie. În consecință, se desprinde constatarea că absorbția fondurilor europene a contribuit într-o măsură nesemnificativă la formarea cantitativă și calitativă a capitalului fix din economia reală autohtonă.

Cu privire la evoluția VAB în perioada post-criză se constată că, similar evoluției ratei de investire, ajustarea a fost mai puternică în cazul firmelor supraîndatorate, astfel că în intervalul 2009-2017, rata medie anuală de creștere a VAB a ajuns să fie apropiată de cea a firmelor care aveau o structură a finanțării mai prudentă (față de perioada pre-criză când indicatorul pentru firmele supraîndatorate crescuse semnificativ mai repede față de categoria companiilor cu levier subunitar). Diferențialul între ratele de creștere a VAB pentru cele două categorii de companii s-a redus de la 12,9 p.p. (28,1% față de 15,2% media anuală a creșterii VAB în intervalul 2004-2008 pentru firmele supraîndatorate, respectiv cele cu levier subunitar), la 0,3 p.p. (1% versus 0,7% în intervalul 2009-2017). Aceasta evoluție confirmă concluziile altor studii din domeniu care arată că un grad de îndatorare ridicat poate determina, pe un anumit interval de timp, un comportament de producție mai agresiv, dar, totodată, mai riscant, firmele fiind vulnerabile, astfel, la corecții semnificative odată cu trecerea de la faza de avânt a ciclului economic la cea de declin.

Pornind de la studii care arată că un grad ridicat de îndatorare afectează negativ și nivelul productivității (Nucci et al., 2005), s-a analizat și evoluția

productivității muncii¹¹ aferente companiilor, în funcție de structura de finanțare la momentul declanșării crizei. Astfel, s-a constatat că societățile supraîndatorate prezentau, în perioada 2004-2008, valori ale productivității muncii semnificativ mai reduse prin comparație cu firmele cu un raport subunitar între datorii și capitaluri. La toate momentele distribuției indicatorului, productivitatea pentru prima categorie de companii erau cu circa 40% mai reduși față de firmele cu levier subunitar (de exemplu, mediana productivității muncii firmelor supraîndatorate era de 15,5 mii lei/salariat, față de 26,3 mii lei/angajat în cazul firmelor cu o situație financiară mai prudentă). Deși acest decalaj s-a redus ușor în perioada post-criză, se impune subliniat că grupa firmelor care dispuneau de o autonomie financiară redusă la debutul crizei, continuă să aibă o productivitate inferioară, având, astfel, un impact negativ asupra alocării eficiente a resurselor și, deci, asupra creșterii sustenabile a economiei.

Grafic 9. Evoluția productivității muncii în funcție de gradul de îndatorare a firmelor în perioada anterioară crizei



Notă: barele prezintă intervalul intercuartilic (percentila 25 și percentila 75) a distribuției productivității la nivel de firmă, după eliminarea valorilor extreme.

Sursa: MFP, calcule proprii

Rezultă că un nivel ridicat al îndatorării vulnerabilizează firmele la evenimente economice nefavorabile, fapt evidențiat de contracția mai puternică a activității investiționale în perioada post-criză. De asemenea, nivelul scăzut al productivității acestor firme și activitatea lor economică mai prociclică au efecte negative asupra eficienței mediului de afaceri și a ritmului de acumulare a

¹¹ Raportul dintre VAB și numărul de salariați.

capitalului fix, afectând competitivitatea și perspectivele de creștere economică a României.

4. Economia ascunsă și impactul asupra formării capitalului

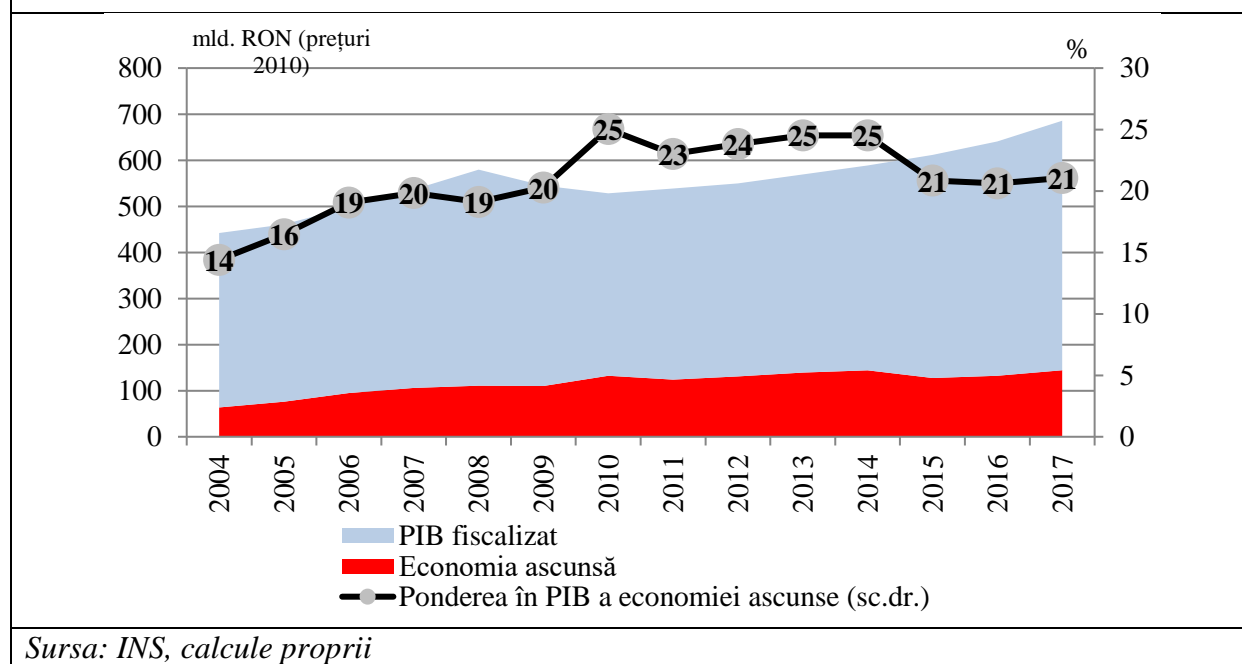
Deosebit de aspectele prezentate mai sus, care reliefează stocul redus de capital fix din economie și calitatea slabă a investițiilor pe fondul unui grad ridicat de îndatorare a numeroase companii din economia românească, un alt factor care are un efect negativ asupra procesului de acumulare a capitalului și implicit a PIB potențial și efectiv se referă la economia ascunsă¹². Această componentă neoficială a economiei este definită ca reprezentând toate activitățile care sunt ascunse de către agenții economici față de autorități, din motive fiscale (evitarea plății taxelor și a contribuțiilor sociale), de reglementare (evitarea cadrului normativ) și instituționale (insuficienta aplicare a legii, calitatea slabă a instituțiilor statului și acte de corupție la nivelul acestora).

Economia ascunsă presupune și existența a numeroase firme, de obicei de mici dimensiuni, care desfășoară o activitate inefficientă, ținând cont că sunt decapitalizate și au acces limitat la finanțarea bancară și folosesc diverse canale, nelegale, pentru achiziționarea resurselor necesare sau pentru a-și distribui produsele și serviciile. Firmele din sectorul informal folosesc resurse suplimentare pentru a acoperi urmele activităților ilegale desfășurate (La Porta și Shleifer, 2014), ceea ce provoacă o înclinație redusă de a efectua investiții. Loayza (2018) arată că societățile comerciale care activează în sectorul informal influențează negativ procesul de alocare a resurselor din economie, având o productivitate semnificativ mai redusă decât restul firmelor, iar indicatorii lor de eficiență sunt cu atât mai reduși cu cât dimensiunea sectorului economiei ascunse crește.

¹² Economia ascunsă se referă la toate activitățile productive care nu pot fi surprinse în sursele de date de bază utilizate pentru agregarea informațiilor la nivelul conturilor naționale. Cuprinde activitățile sustrase în mod deliberat de la raportarea către autoritățile publice, atât în sectorul formal, cât și în sectorul informal. În conformitate cu sistemul european de conturi, economia subterană din sectorul formal se referă la întreaga producție neînregistrată de organele administrative și fiscale, din cauza neraportării lor de agenții economici, cu scopul evitării achitării obligațiilor fiscale, inclusiv utilizarea muncii la negru. La toate acestea se adaugă activitățile ilegale, precum traficul de droguri, contrabanda cu alcool și tutun, prostituția etc. Între apelativele cel mai des întâlnite pentru economia ascunsă se regăsesc: subterană, gri, neobservată, nedeclarată, neînregistrată, paralelă, neagră, neoficială, netaxată (Pisică, 2011).

Economia neoficială are și un efect negativ indirect asupra investițiilor din economie, ținând cont că valoarea adăugată brută obținută în acest sector nu este fiscalizată, ceea ce diminuează resursele statului care pot fi alocate în domenii care au nevoie ridicată de fonduri suplimentare (sănătate, educație, infrastructură fizică etc.). De altfel, veniturile bugetare în cazul României, îndeosebi de natură fiscală, se situează la niveluri îngrijorător de joase (25,7% din PIB în anul 2017, cu 14,3 p.p. mai redusă decât media UE, de 40%). În acest context, se impune subliniat că, în perioada 2004-2017, ponderea în PIB a economiei ascunse s-a majorat de la 14% la 21%, conform estimărilor statisticienilor români efectuate potrivit metodologiei europene. Aceasta, în condițiile în care în intervalul analizat, PIB în ansamblul său a crescut cu 55% în termeni reali, iar economia ascunsă a sporit cu 127%, rezultând un avans al PIB fiscalizat (nivelul PIB din care se elimină economia ascunsă) de 43%, respectiv cu 12 p.p. mai redus față de creșterea PIB reflectată de statisticile oficiale.

Grafic 10. Evoluția economiei ascunse, 2004-2017



Segmentul cel mai nociv din economia ascunsă este localizat în zona evaziunii fiscale, care cuprinde și munca neînregistrată („la negru”). De altfel, în România, valoarea adăugată sub-raportată din cauza muncii subterane¹³ în unitățile economice înregistrate în sectorul formal reprezintă partea cea mai

¹³ Munca subterană este, în principiu, asociată cu sustragerea de la plata impozitelor pe muncă. Cealaltă parte a economiei ascunse din sectorul formal se referă la sustragerea de la plata taxei pe valoarea adăugată aferentă cifrei de afaceri neînregistrate (nedeclarate).

substanțială a economiei ascunse (53,5% din totalul acesteia în anul 2017, nivel similar anului 2004). Potrivit literaturii de specialitate (Bînză, 2007), atunci când în structura economiei ascunse domină munca la negru se consideră că economia neînregistrată reprezintă, cu precădere, o economie de subzistență.

Ponderea ridicată a economiei ascunse în România provoacă grave distorsiuni în aplicarea funcțiilor de alocare și redistribuire ale bugetului general consolidat deoarece, practic, numai 79% din PIB efectiv este supus fiscalizării în vederea furnizării de bunuri și servicii publice cetățenilor. În același timp, țările cu o pondere redusă a economiei ascunse în PIB – în general statele occidentale dezvoltate – prezintă un nivel ridicat al PIB-ului fiscalizat, ceea ce oferă condițiile pentru satisfacerea la standarde mult mai înalte din punct de vedere cantitativ și calitativ a nevoilor de bunuri și servicii publice ale cetățenilor, fapt care contribuie la sporirea PIB potențial și efectiv.

Pe lângă economia ascunsă, există un alt segment care nu generează venituri fiscale, respectiv producția populației pentru propria folosință¹⁴. Analizând intervalul 2010¹⁵-2017, se constată că valoarea acestui indicator (reprezentând VAB netranzaționat) s-a majorat cu 6% în termeni reali, ponderea în PIB reducându-se, însă, de la 12% la 10%. De altfel, începând cu anul 2010, ponderea în PIB a producției populației pentru propria folosință, la care se adaugă economia ascunsă, s-a situat pe o traiectorie descrescătoare (de la 37%, la 31% în 2017). Nivelul cumulat al celor două componente se menține, însă, la valori ridicate. Și alți autori (Medina și Schneider, 2018) arată că economia informală înregistrează, în țara noastră, una dintre cele mai înalte cote din spațiul comunitar. Astfel, studiul menționat estimează că economia „ascunsă” din țara noastră reprezintă 26,3% din PIB în anul 2017, pondere cu mult mai ridicată față de media țărilor UE 28, care se situează la 17,3% din PIB. Această contraperformanță plasează România pe ante-penultimul loc în clasamentul european, înaintea Croației cu 26,5% și a Bulgariei cu 29,6%. Menționăm câteva exemple de țări cu niveluri sub media europeană în ceea ce privește economia neoficială, respectiv atât state dezvoltate ca: Austria (7,1% din PIB), Luxemburg (8,2%), Olanda (8,4%), Marea Britanie (9%), Irlanda și Germania (10,4%), Finlanda (11,5%), Franța (12,8%), cât și țări foste socialiste din regiune, cum ar fi: Slovacia (13%), Cehia (14,1%) etc.

¹⁴ Producția populației pentru propria folosință cuprinde valoarea adăugată brută aferentă următoarelor elemente: chirie imputată, industrie casnică, autoconsum și locuințe construite pe cont propriu.

¹⁵ Perioada a fost condiționată de existența datelor privind producția populației pentru propria folosință.

5. Remarci finale

Din studiul de față rezultă că structura de finanțare a firmelor are consecințe directe asupra procesului de formare și acumulare a capitalului fix, factor care, la rândul său, reprezintă motorul esențial al creșterii economice efective și potențiale, constatări care sunt confirmate de lucrări de specialitate în plan internațional.

România prezintă o înzestrare cu capital fix mai redusă decât majoritatea țărilor europene dezvoltate, atât prin raportare la PIB, cât și la numărul de salariați, în contextul în care sectorul companiilor din țara noastră este caracterizat de o pondere scăzută a capitalului propriu în totalul resurselor de finanțare a activității. În aceste condiții, raportul dintre capitalul propriu și activele fixe ale firmelor din România înregistrează un nivel semnificativ mai redus (64% în anul 2017) față de alte state pentru care capitalurile proprii ale întreprinderilor depășesc nivelul activelor fixe. Insuficiența surselor proprii de finanțare în raport cu stocul de capital fix determină un volum redus al investițiilor în România și, în plus, atunci când societățile au posibilitatea să facă investiții, acestea sunt direcționate în proporție scăzută în mijloace de producție complexe, moderne/automate, fiind utilizate, în general, pentru înlocuirea și creșterea moderată a activelor fixe existente (proces preponderent de natură extensivă și nu intensivă).

În consecință, dependența ridicată a firmelor autohtone față de creditorii și, implicit, autonomia redusă în finanțarea capitalului fix ridică probleme din perspectiva stabilității, calității și gradului de complexitate a stocului de capital productiv la nivelul sectorului companiilor. De altfel, evoluțiile din România în perioada imediat următoare crizei arată că firmele cu un grad ridicat de îndatorare prezintă o situație financiară vulnerabilă la evenimente economice nefavorabile, acestea înregistrând o ajustare mai puternică a principalilor indicatori de performanță față de companiile cu o structură de finanțare mai prudentă. Astfel, capacitatea de generare a valorii adăugate, nivelul productivității și activitatea investițională a firmelor supraîndatorate s-au contractat substanțial după anul 2009 comparativ cu perioada de expansiune economică. Evoluțiile respective evidențiază impactul negativ pe care societățile comerciale subcapitalizate îl au

asupra eficienței mediului de afaceri și a ritmului de acumulare a capitalului fix, afectând competitivitatea și perspectivele de creștere economică a României.

Situația menționată demonstrează necesitatea aplicării unor corecții majore de natură legislativă și instituțională, menite să elimine comportamentele anormale față de exigențele unei economii de piață veritabile. În acest sens, se impune ca atribuțiile statului să se concentreze asupra aplicării de reforme în scopul îmbunătățirii cantitative, calitative și structurale a factorilor de producție la nivelul sectorului real, în speță prin recapitalizarea masivă a firmelor deficitare și instaurarea obligativității respectării de către societățile comerciale a termenelor de plată către creditori, conform practicii europene, transpuse în legislația românească.

În ceea ce privește soluționarea deficitului de capital (totalizând 33 mld. euro în anul 2017), este de subliniat că o bună parte (9,9 mld. euro, respectiv 30% din total) există la dispoziția societăților comerciale subcapitalizate, fiind deja angajată în companiile în cauză sub forma împrumuturilor de la proprietarii acestora. Pe lângă aportul din partea acționarilor, un alt segment de surse pentru acoperirea deficitului se regăsește în patrimoniul financiar individual, care s-a majorat în mod substanțial în perioada analizată, multe dintre persoanele fizice cu firme decapitalizate putând deține active financiare substanțiale (Georgescu, 2018). O altă zonă cu resurse însemnate de bani o constituie cea a numerarului aflat în circulație, o parte din sumele respective putând fi folosite de acționarii firmelor subcapitalizate pentru soluționarea deficitului respectiv.

Considerăm că legea se impune a stipula cu claritate condiții privind asigurarea seriozității cu care antreprenorii se angajează în afaceri (nivel adecvat al capitalului social inițial și obligativitatea menținerii acestuia pe durata de funcționare a firmei), precum și prevederi concrete referitoare la condițiile ieșirii rapide de pe piață a firmelor decapitalizate, ai căror proprietari nu mai au capacitatea financiară sau dorința de a investi prin aport de capital nou. Aceste măsuri sunt necesare în contextul în care libertatea de care se bucură antreprenorii din România este la cote foarte ridicate, în condițiile neobligării acestora să-și asume răspunderea în concordanță cu amploarea și riscul deciziilor economice adoptate, ceea ce conduce la o economie de piață total atipică, respectiv la un capitalism hibrid. Îmbunătățirile necesare a fi efectuate în privința Legii nr. 31/1990 privind societățile comerciale și ale procedurii falimentului (pentru protejarea creditorilor în raport cu debitorii) vor contribui la racordarea legislației

economice din România la practicile statelor europene avansate economic, precum și la crearea premiselor pentru ca factorul capital să devină „motorul” autentic al creșterii economice sustenabile în țara noastră.

Nivelul ridicat al activității economice nefiscalizate, cu efecte negative atât asupra formării brute de capital fix, cât și asupra condițiilor de lucru ale angajaților (caracterizate, în general, de un mediu precar de muncă, acces redus la protecție socială și salarii scăzute) demonstrează, de asemenea, necesitatea îmbunătățirii substanțiale a legislației și instrumentelor de aplicare a politicii fiscale în România. În acest sens, consolidarea fiscală reprezintă, în opinia noastră, decizia prioritară necesară a fi aplicată în cadrul acestui set de reforme, având în vedere nivelul foarte scăzut al veniturilor fiscale în PIB (25,7% în 2017 comparativ cu media UE de 40%). Performanța fiscală redusă este cauzată atât de eficiența slabă a colectării veniturilor fiscale, cât și de ratele mici de impozitare. Calculele efectuate arată că îmbunătățirea colectării veniturilor fiscale la nivelul performanței Bulgariei ar aduce un plus de circa 4 p.p., iar o eficiență a încasărilor similară celei din statele dezvoltate ar echivala cu un plus de 5 p.p. (Georgescu, 2018). Rezultă totuși necesitatea ca, în scopul asigurării unei baze solide de venituri bugetare pentru furnizarea bunurilor și serviciilor publice, să se revizuiască substanțial sistemul fiscal, fără afectarea sectorului companiilor, cu accent pe impozitarea progresivă a veniturilor globale și a proprietăților persoanelor fizice – măsură care se impune în mod obiectiv, în condițiile mutațiilor structurale majore produse la nivelul distribuției veniturilor și averii populației în ultimii aproape 30 de ani.

În acest context, sunt de reliefat afirmațiile lui Timmer¹⁶ (2018), care susține că „pornind de la inegalitățile în creștere din Europa, care provoacă o anxietate generală și un sentiment de neîncredere a oamenilor în viitor, iar în Europa de Est, migrări masive ale tinerilor către Occident, trebuie ca sistemul fiscal să fie schimbat, în sensul renunțării la cota unică și implementării unui regim de taxare progresivă, adică cei care câștigă mai mult să plătească un procent mai mare de taxe”. Concomitent cu perfecționarea și modernizarea legislației fiscale, autoritățile au obligația să aplice măsuri de reducere drastică a risipei și fraudei în cheltuirea banului public („drenările” ilegale de asemenea fonduri se regăsesc, în prezent, în venituri individuale neimpozitate), în condițiile în care România înregistrează rezultate slabe în ceea ce privește „eficiența cheltuielilor

¹⁶ Economist-șef pentru Europa și Asia Centrală în cadrul Băncii Mondiale.

guvernamentale”, ocupând locul 115 din 137 de țări examinate (Forumul Economic Mondial, 2018). De asemenea, conform Monitorului Fiscal al FMI (octombrie 2018), o altă sursă de venituri bugetare suplimentare o constituie managementul eficient al activelor financiare și nefinanciare ale guvernului, care poate genera încasări adiționale apropiate de 3% din PIB, nivel similar impozitului pe profitul companiilor din țările dezvoltate.

Experiența României pe drumul transformărilor economico-sociale din perioada postcomunistă, inclusiv evoluțiile descrise mai sus, demonstrează că în prezent, după opinia noastră, prioritatea României o constituie asigurarea disciplinei în conceperea și aplicarea politicilor economice. În aceste condiții, se poate asigura, pe lângă îndeplinirea sustenabilă a criteriilor de convergență nominală, realizarea convergenței reale. Apreciem că multitudinea, complexitatea și dificultatea reformelor care se impun a fi aplicate în domeniul economiei reale (îndeosebi capitalizarea cu o sumă foarte mare a firmelor și instaurarea disciplinei ferme de plăți a acestora), precum și în privința consolidării fiscale ne conduc la concluzia că asemenea reforme majore nu se pot realiza, în condițiile democrației tinere și ale economiei de piață lipsite de maturitate din România, decât în cadrul unui parteneriat solid cu instituții internaționale recunoscute prin profesionalism și prestigiu, cum este cazul Comisiei Europene și Băncii Centrale Europene, în condițiile asumării unui plan de acțiune concret, realist, dar ambițios, cu termene ferme, pentru intrarea în Mecanismul Cursului de Schimb II (MCS II) și apoi în zona euro. Când susținem opțiunea pentru accelerarea intrării în MCS II și ulterior adoptarea monedei europene suntem conștienți de faptul că România, odată intrată în anticamera euro, nu mai poate folosi deprecierea cursului de schimb ca instrument de creștere a competitivității externe. Sporirea acesteia se va asigura, în noile condiții, numai prin reforme structurale profunde, de natură să majoreze PIB potențial. De altfel, BCE consideră MCS II un regim util, care este conceput ca un *training room* sau *testing room*, având în principal rol de disciplinare a politicilor macroeconomice și de catalizator pentru reformele structurale.

Considerăm că pentru realizarea principalelor reforme structurale menționate anterior, respectiv capitalizarea și disciplinarea plăților în sectorul firmelor, precum și consolidarea fiscală, îndeosebi prin introducerea impozitului progresiv pe venitul global și pe proprietăți, pe lângă determinare și profesionalism, este necesară asigurarea unui mix corect, cu un dozaj adecvat, al politicilor macroeconomice (fiscal-bugetară, monetară, a veniturilor și macroprudentială). În opinia noastră, acțiunea eficientă a decidenților la nivelul palierelor micro și

macroeconomic se impune să aibă la bază, drept ancoră și pârghie de disciplinare, planul de acțiune pentru adoptarea euro, asumat ca proiect național de către autoritățile statului și societatea civilă. Suntem de părere că opțiunea României pentru intrarea mai rapidă în MCS II și adoptarea monedei euro reprezintă integrarea într-un lanț economico-social virtuos, având următoarea structură: disciplină în aplicarea politicilor macroeconomice și a reformelor structurale (îndeosebi recapitalizarea sectorului firmelor și consolidarea fiscală) – creșterea încrederii între cetățeni și a acestora față de instituțiile statului – reconcilierea națională – relansarea economică sustenabilă – convergența reală accelerată – bunăstarea durabilă pentru cetățeni.

6. Bibliografie

- [1] Altăr, M., Necula, N., Bobeică, G. (2010) *Estimating potential GDP for the Romanian economy. An eclectic approach*, Romanian Journal of Economic Forecasting – 3/2010
- [2] Banca Europeană de Investiții (2018) *EIB Investment Survey*
- [3] Banca Națională a României (2019) *Raport asupra inflației*, februarie
- [4] Bînză, A.M. (2007) *Dimensiuni, caracteristici și forme principale de manifestare ale economiei informale în România*, Academia Română, Institutul Național de Cercetări Economice, Seria Probleme economice, vol. 441
- [5] Brander, J., Lewis, T. (1986) *Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect*, The American Economic Review, Vol. 76, No. 5, pp. 956-970
- [6] Diewert, W.E. (2014) *The treatment of financial transactions in the SNA: A user cost approach*, Eurostat Review on National Accounts and macroeconomic indicators
- [7] Duval, R., Hong, G.H., Timmer, Y. (2017) *Financial Frictions and the Great Productivity Slowdown*, IMF Working Paper 129
- [8] Gebauer, S., Setzer, R., Westphal, A. (2017) *Corporate debt and investment: a firm level analysis for stressed euro area countries*, European Central Bank Working paper no. 2101
- [9] Georgescu, F. (2018) *Capitalul în România postcomunistă*, Editura Academiei Române, București
- [10] Fondul Monetar Internațional (2018), *IMF Fiscal Monitor: Managing Public Wealth*, octombrie.

- [11] Forumul Economic Mondial (2018), *The Global Competitiveness Report 2018–2019*, Geneva.
- [12] Guda, I. (2018) *Cine (mai) face investiții în România?* 23 septembrie
- [13] Kalemli-Özcan, S., Laeven, L., Moreno, D. (2018) *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*, NBER Working Paper 24555
- [14] La Porta, R. și Shleifer, A. (2014) *Informality and Development*, *The Journal of Economic Perspectives* 28 (3): 109–26.
- [15] Leach, J.C., Moyen, N., Yang, J. (2004) *On the Strategic Use of Debt and Capacity in Imperfectly Competitive Product Markets*, online, disponibil la: <https://www.researchgate.net/publication/5097632> On the Strategic Use of Debt and Capacity in Imperfectly Competitive Product Markets
- [16] Keuning, S. (1999) *The Role of Financial Capital in Production*, *The review of income and wealth*, Vol. 45, Issue 4, pp. 419-434
- [17] Keuning, S. (2009) *What kind of GDP for 2020?*, Eurostat National Accounts Conference 16 September, Brussels
- [18] Loayza, N. (2018) *Informality: Why Is It So Widespread and How Can It Be Reduced?* Research & Policy Briefs no. 20, December
- [19] Medina L., Schneider F. (2018), *Shadow Economies Around the World: What Did We Learn over the Last 20 Years?*, IMF Working Paper, No. 17.
- [20] Modigliani, F., Miller, M. (1958) *The cost of capital, corporation finance and theory of investment*, *American Economic Review*, vol. 48: 261-297.
- [21] Nucci, F., Pozzolo, A., Schivardi, F. (2005) *Is firm's productivity related to its financial structure? Evidence from microeconomic data*, *Rivista di Politica Economica*, SIPI Spa, vol. 95(1), pages 269-290, January-F.
- [22] Pisică, S. (2011), *Sectorul informal pe piața muncii. Considerații teoretice*, *Romanian Statistical Review* nr. 5/2011
- [23] Timmer H. (2018), *Banca Mondială, după 20 de ani de reforme sub ghidajul său: Satele sunt goale, tinerii pleacă din țară. Măriți taxele și investiți în educație și sănătate să-i rețineți în România*, *Ziarul financiar*, 22 octombrie.