

**BANCA NAȚIONALĂ A ROMÂNIEI**  
**DIRECȚIA STABILITATE FINANCIARĂ**  
**Serviciul Riscuri Macroprudențiale \***

**Rolul companiilor nefinanciare din România  
în asigurarea și menținerea stabilității financiare**

**Aprilie 2006**

---

\* Romulus Mircea, Irina Racaru și Angela Mărgărit

ISBN 1224-4449

### ***Notă***

*Opiniile prezentate în această lucrare sunt în întregime ale autorilor și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.*

*Tehnoredactarea Caietelor de studii  
a fost realizată de către Direcția Studii și Publicații.*

*Reproducerea publicației este interzisă, iar utilizarea datelor  
în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.*

## Cuprins

1. Sectorul companiilor nefinanciare - rol important în asigurarea și menținerea stabilității financiare în România
  - 1.1. Imaginea de ansamblu a sectorului companiilor nefinanciare din România
  - 1.2. Rentabilitatea și lichiditatea – indicatori principali în evaluarea capacității companiilor de a face față unui șoc sistemic
    - 1.2.1. Rentabilitatea activelor
    - 1.2.2. Rentabilitatea capitalurilor
    - 1.2.3. Analiza costurilor
    - 1.2.4. Analiza lichidității
  - 1.3. Eficiența alocării resurselor financiare în economie
  - 1.4. Structura bilanțieră și canalele de transmitere a șocurilor
  - 1.5. Analiza probabilității de nerambursare
  
2. Mărimea contează? Rolul IMM-urilor în asigurarea și menținerea stabilității financiare
  - 2.1. Capacitatea IMM-urilor de a face față șocurilor negative.
  - 2.2. Finanțarea IMM-urilor
  
3. Este activitatea de export mai riscantă din punct de vedere al stabilității financiare?
  - 3.1. Evoluția indicatorilor de soliditate financiară
  - 3.2. Finanțarea companiilor de export
  - 3.3. Analiza sectorială
  
4. Concluzii

Anexă

Acest studiu este al doilea dintr-o serie de trei analize privind stabilitatea financiară prin prisma riscurilor macroprudențiale. Primul studiu<sup>1</sup> (Neagu și Mărgărit, 2005) a identificat principalele provocări asupra stabilității financiare ce pot apărea în urma unei evoluții nefavorabile a riscurilor induse de sectorul populației. Acest al doilea studiu are în vedere rolul companiilor nefinanciare în asigurarea și menținerea stabilității financiare. În sfârșit a treia arie de preocupări (Copaciu și Racaru, 2006<sup>2</sup>; Drăguliu, Copaciu, Racaru, Andrassy și Neagu, 2006<sup>3</sup>) din această serie de lucrări va analiza pericolele pe care evoluția contextului macroeconomic, intern și internațional, le poate implica asupra stabilității financiare din România.

După știința noastră, în România nu a mai fost elaborat un asemenea studiu, deosebirea față de alte lucrări constând inclusiv în aceea că analizele noastre folosesc exhaustiv bazele de date privind (i) bilanțurile și conturile de profit și pierderi ale tuturor companiilor nefinanciare din România, (ii) evoluția onorării serviciului datoriei aferent tuturor companiilor care au contractat credite de la băncile din România sau (iii) expunerea externă a tuturor companiilor nefinanciare de natura datoriei private pe termen mediu și lung.

În scopul stabilității financiare am urmărit două problematici pe parcursul lucrării: (i) analizarea capacității companiilor nefinanciare de a face față unui șoc negativ, de a nu-l amplifica în sistem sau de a nu genera la rândul lor unul și (ii) surprinderea eficienței sistemului financiar în alocarea resurselor către sectorul companiilor.

În studiul de față, am considerat companii nefinanciare acele companii care nu se regăsesc în sectorul intermedierei financiare (cod CAEN 65, 66 și 67). Totodată, am definit IMM-urile în conformitate cu prevederile *Legii 346/2004 privind stimularea înființării și dezvoltării întreprinderilor mici și mijlocii*, respectiv acele companii a căror cifră de afaceri este până la 8 milioane de EUR și număr mediu de angajați este mai mic de 250<sup>4</sup>. IMM-urile sunt structurate în trei categorii, în funcție de numărul de angajați: micro-întreprinderi (până la 9 angajați), întreprinderi mici (între 10 și 49 angajați) și întreprinderi mijlocii (între 50 și 249 angajați). Corporațiile sunt definite în funcție de cifra de afaceri, fiind acele companii care înregistrează o cifră de afaceri anuală mai mare de 8 milioane de euro.

În scopul analizelor privind stabilitatea financiară, am clasificat companiile pe următoarele 4 sectoare principale de activitate: (i) agricultură, (ii) industrie și energie, (iii) construcții, (iv) servicii și comerț.

În primul capitol problemele menționate le analizăm la nivelul tuturor companiilor românești, urmând ca în cadrul capitolelor 2 și 3 să aprofundăm cercetarea la nivel structural, respectiv să evaluăm dacă IMM-urile sau companiile ce-și desfășoară activitatea în comerțul exterior prezintă un risc mai mare din punct de vedere al stabilității financiare. Ultima parte concluzionează principalele aspecte surprinse în lucrare.

---

<sup>1</sup> Neagu, Mărgărit. (2005). Riscurile pentru stabilitatea financiară din România generate de sectorul populației. Caiet de studii al Băncii Naționale a României nr. 14

<sup>2</sup> Copaciu, Racaru. 2006. Echilibrul extern al României-o abordare calitativă. Nepublicat

<sup>3</sup> Drăguliu et al. 2006. Efectele evoluțiilor macroeconomice interne și internaționale asupra stabilității financiare din România. Nepublicat

<sup>4</sup> La sfârșitul lunii ianuarie 2006, legislația a fost modificată și în definiția IMM-urilor plafonul cifrei de afaceri de echivalent 8 milioane EUR a fost mărit la 50 milioane EUR. Rulând analizele pentru principalii indicatori, am constatat că modificarea definiției menționate nu afectează concluziile lucrării.

# 1. Sectorul companiilor nefinanciare - rol important în asigurarea și menținerea stabilității financiare în România

## 1.1. Imagine de ansamblu a sectorului companiilor nefinanciare din România

În ultimii ani, indicatorii care reflectă soliditatea financiară a companiilor (Graficul 1.1 și Tabel 1.1) și capacitatea acestora de a face față eventualelor șocuri negative s-au îmbunătățit, la aceasta contribuind pe de-o parte evoluțiile favorabile ale cadrului macroeconomic iar pe de altă parte continuarea procesului de restructurare a economiei. În descrierea imaginii de ansamblu a companiilor am urmărit: (i) evoluția numărului de companii și structura acestuia pe sectoare de activitate, (ii) principalii indicatori de profitabilitate, lichiditate și îndatorare, (iii) precum și numărul de companii aflate în curs de lichidare.

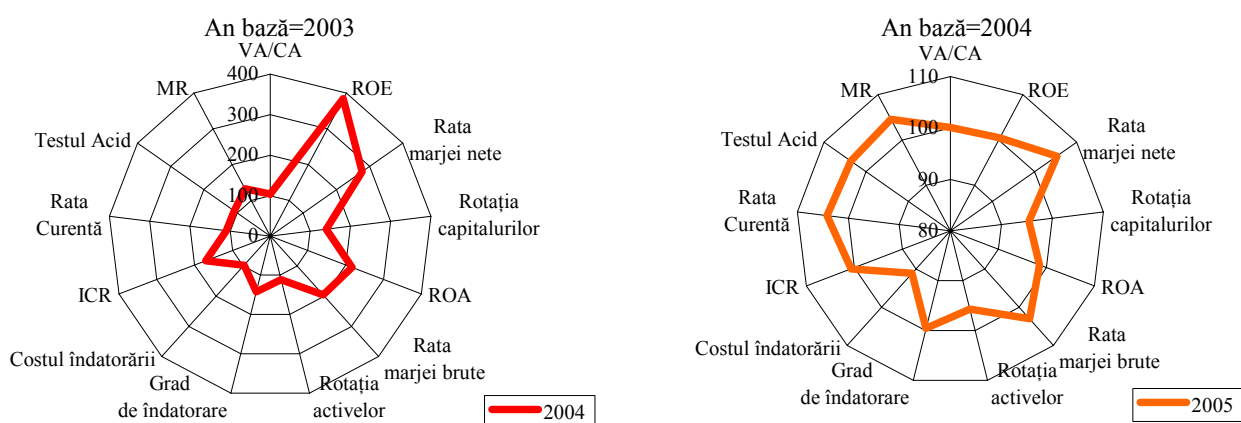
Numărul companiilor nefinanciare a crescut în perioada analizată de la 423000 (la sfârșitul lui 2003) la 498000 în prima jumătate a lui 2005; chiar dacă cea mai mare parte a acestor companii se regăsesc în categoria IMM-urilor (72.8% în 2005), ponderea valorii adăugate produse de acestea în total companii nefinanciare este de numai 42%, restul datorându-se corporațiilor.

**Tabel 1.1. Imagine de ansamblu a sectorului companiilor nefinanciare din România (% din total companii nefinanciare)**

Indicatori	Perioada	După dimensiune			După sectorul de activitate		
		IMM-uri	Corporații	Agricultura	Industria și Energie	Construcții	Servicii și Comerț
Număr companii	2003	69,2	30,8	3	13,4	5,2	78,4
	2004	77,3	22,7	2,9	13,5	6,1	77,5
	2005	72,8	27,2	2,9	13,4	6,6	77,1
Număr salariați	2003	na	na	na	na	na	na
	2004	51	49	3,2	50,5	9,9	36,4
	2005	56,6	43,4	3,5	46,9	9,1	40,5
Cifra de afaceri	2003	44,1	55,9	2,2	42,1	6,1	49,6
	2004	43,8	56,2	2,1	41,4	6	50,5
	2005	45,9	54,1	1,8	41,8	4,7	51,8
Valoarea adăugată	2003	42,5	57,5	2,3	42,5	9,8	45,4
	2004	41,2	58,8	2,3	43,9	9,1	44,6
	2005	42,6	57,4	1,6	44,6	7,2	46,6
Profit net	2003	107,7	-7,7	-4	-41	18,1	126,9
	2004	55,8	44,2	1,3	29,2	7,2	62,3
	2005	44,8	55,2	0,7	34,5	1,2	63,6
Credit bancar	2003	na	na	na	na	na	na
	2004	40,5	59,5	3,5	48,4	5,3	42,8
	2005	48,2	51,8	3,3	43	6,5	47,2

Sursa: Ministerul Finanțelor Publice (MFP), calcule proprii

**Grafic 1.1. Evoluția principalilor indicatori financiari-indicator an bază=100**

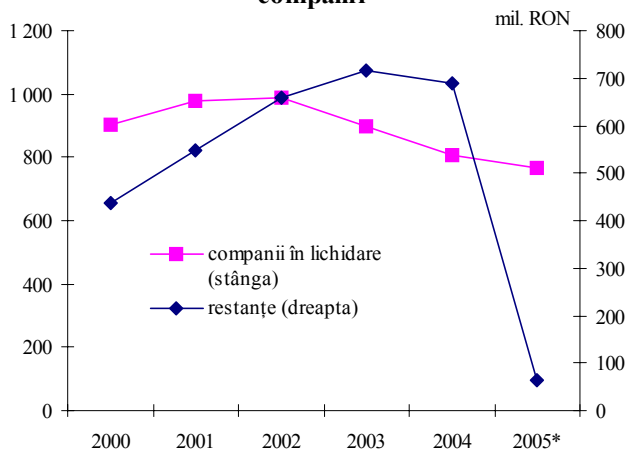


Notă: pentru comparabilitate valorile indicatorilor din 2005 au fost anualizate

Sursa: MFP, calcule proprii

În ceea ce privește distribuția companiilor pe sectoare de activitate, serviciile și comerțul dețineau 77% din totalul companiilor nefinanciare (în prima jumătate a lui 2005), sectorul industrial și energetic reprezentând doar 13%. Valoarea adăugată produsă de aceste două sectoare depășește 90% din totalul valorii adăugate a companiilor nefinanciare, în condițiile în care aportul sectorului industrial și energetic reprezintă 44,6% în 2005. Astfel, se observă o concentrare a activității economice pe sectorul industrial și energetic, care ar putea afecta stabilitatea financiară<sup>5</sup> în condițiile unei deteriorări ale performanțelor acestuia. Totodată, în cadrul sectorului industrial și energetic se regăsește aproximativ 50% din totalul forței de muncă active în cadrul companiilor nefinanciare (Tabel 1.1). Astfel, un eventual șoc asupra sectorului în cauză ar putea avea repercusiuni asupra stabilității financiare și indirect, prin intermediul factorului muncă (șomaj, capacitatea foștilor salariați de a-și onora serviciul datoriei contractat la instituțiile financiare etc.).

**Grafic.1.2. Companii aflate în curs de lichidare față de sectorul bancar și valoarea restanțelor acestor companii**



Sursa: Banca Națională a României (BNR)

În ceea ce privește indicatorii de performanță financiară<sup>6</sup>, creșterea profitabilității companiilor a fost însoțită de o reducere a costului îndatorării, o apreciere a indicatorului privind efectul de levier concomitent cu o sporire a capacității de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile și de o îmbunătățire a lichidității. Creșterea economică din 2004 a avut drept consecință o creștere semnificativă a profitabilității companiilor nefinanciare. În 2005, nivelul profitabilității s-a menținut relativ constant față de 2004, în timp ce indicatorii de lichiditate au înregistrat o îmbunătățire. Creșterea profitabilității a avut un impact pozitiv și asupra capacității companiilor de a-și acoperi serviciul datoriei, care a crescut concomitent cu gradul de îndatorare.

În ceea ce privește numărul de companii aflate în curs de lichidare, chiar dacă acesta a crescut în perioada analizată de la 2623 în 2003 la 12384 (în primele 10 luni ale lui 2005), nu reprezintă neapărat o consecință a înmulțirii numărului de falimente, ci mai degrabă o tendință de dizolvare a companiilor fără activitate. Dacă analizăm evoluția numărului de lichidări la nivelul companiilor care au expuneri față de sectorul bancar, aceasta a înregistrat o diminuare de la 898 (la sfârșitul lui 2003) la 767 de societăți în primele 10 luni ale lui 2005 (Grafic 1.2.). De asemenea nivelul restanțelor companiilor în lichidare, față de sectorul bancar s-a diminuat în perioada analizată; o posibilă explicație ar putea fi recuperarea unor datorii sau preluarea unei părți din restanțe de către companii de recuperare a creanțelor.

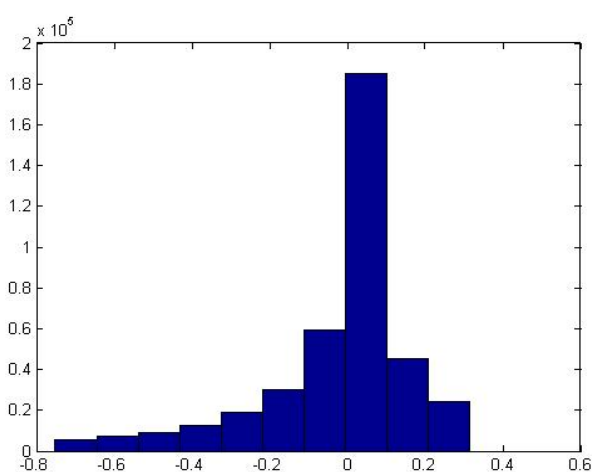
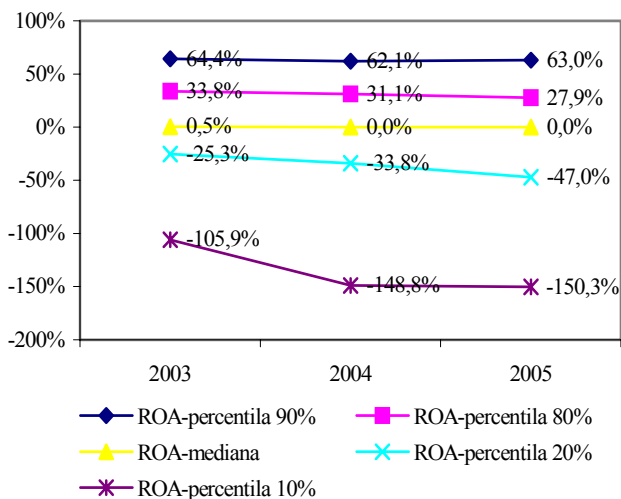
## 1.2. Rentabilitatea și lichiditatea – indicatori principali în evaluarea capacității companiilor de a face față unui șoc sistemic

Rentabilitatea și lichiditatea reprezintă indicatorii cei mai importanți în evaluarea gradului în care companiile vor putea să facă față unui eventual șoc negativ și să-și plătească datoriile către creditori. Evoluția acestor indicatori este direct determinată de tendințele care se manifestă în structura bilanțieră și contul de profit și pierderi.

<sup>5</sup> Peste 43% din totalul creditelor bancare este direcționat către sectorul industrial și energetic

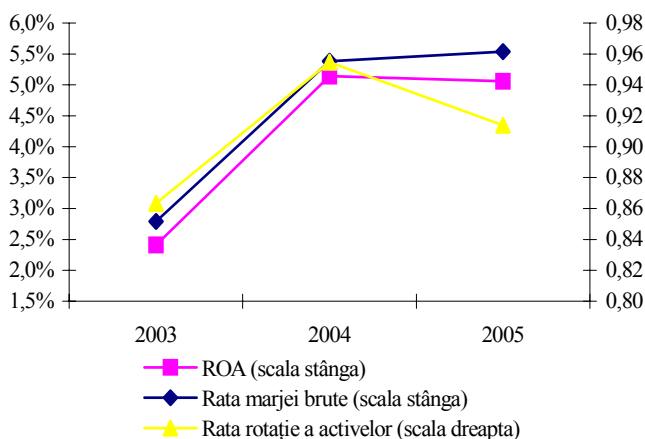
<sup>6</sup> Descrierea detaliată a indicatorilor utilizați pe parcursul acestei lucrări se regăsește în Anexa 1.

**Grafic 1.3. Distribuția ROA**



Sursa: MFP, calcule proprii

**Grafic 1.4. Profitabilitatea activelor companiilor nefinanciare**



Sursa: MFP, calcule proprii

### 1.2.1. Rentabilitatea activelor

Ponderea corporațiilor profitabile a crescut în perioada analizată. Această observație se justifică prin evoluția cuantilelor distribuției ROA (Grafic 1.3.), care au înregistrat o scădere în 2003-2005, în condițiile în care profitabilitatea la nivel agregat s-a aflat pe un trend ascendent. Astfel, chiar dacă distribuția ROA are o asimetrie la stânga (*negative skewness*), la nivel agregat ROA nu este influențat, companiile din extrema stângă a distribuției având dimensiuni mici. La nivel agregat am analizat rentabilitatea activelor prin prisma celor două componente care reflectă (i) eficiența factorilor de producție (rata marjei brute) și (ii) gradul de utilizare al activelor (rata de rotație a activelor).

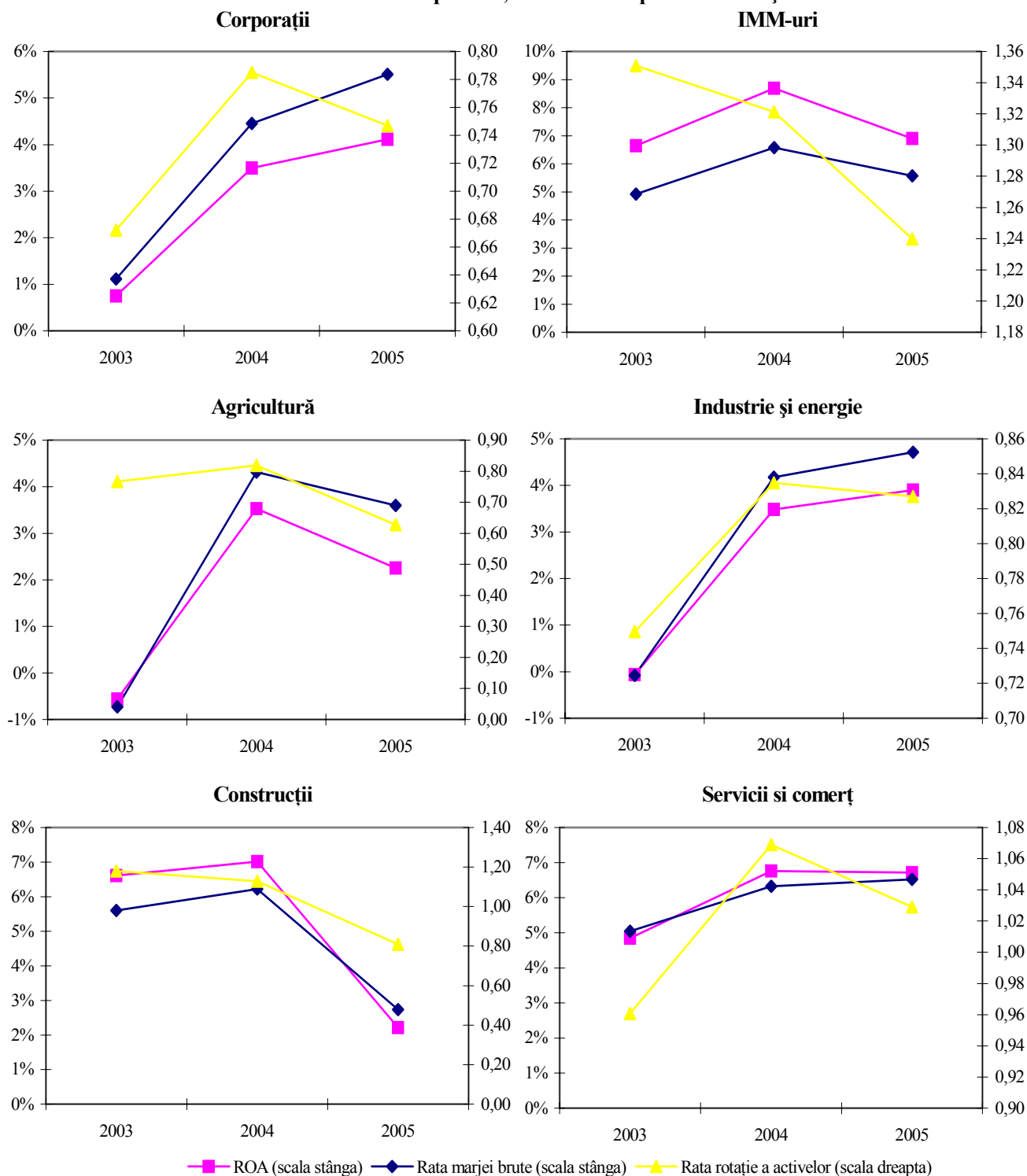
Graficul 1.4. urmărește evoluția profitabilității la nivel agregat pentru companiile nefinanciare în perioada 2003-2005; din acest grafic putem observa că ROA a fost influențată într-o mai mare măsură de evoluția ratei marjei brute decât de rotația activelor, care în 2005 a înregistrat o scădere. O posibilă explicație a scăderii rotației activelor în 2005 ar putea fi găsită în faptul că investițiile realizate de companiile nefinanciare au avut o dinamica superioară cifrei de afaceri (a se vedea subcapitolul 1.4.). Un astfel de comportament ar conduce la o creștere a cifrei de afaceri în viitor, ceea ce ar genera o ameliorarea a ratei de rotație a activelor.

La nivel agregat, creșterea ratei de profitabilitate poate fi atribuită în mare măsură *corporațiilor* care dețineau în 2005 o pondere de 66% în total activ companii nefinanciare. Îmbunătățirea profitabilității *corporațiilor* (Grafic 1.5.) poate fi atribuită unui management mai bun al resurselor (pentru că rata marjei brute a crescut).

În același timp, *întreprinderile mici și mijlocii* (IMM-uri) au înregistrat o diminuare a eficienței factorilor de producție și a ratei de rotație a activelor (Grafic 1.5.). O menținere a tendinței de înrăutățire a profitabilității IMM-urilor pe termen lung poate afecta capacitatea acestora de a rambursa creditele contractate și

dobânzile aferente acestora, existând astfel un risc de contagiune asupra sectorului bancar. Acest risc potențial poate fi surprins și prin evoluția capacității de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile, care în cazul IMM-urilor a înregistrat o scădere în prima jumătate a lui 2005 (Grafic 1.11).

**Grafic 1.5. Profitabilitatea activelor companiilor, structurate după dimensiune și sector de activitate.**



Sursa: MFP, calcule proprii

La nivel sectorial, *serviciile și comerțul* înregistrează cea mai ridicată profitabilitate (ROA), situându-se pe un trend ascendent (Grafic 1.5.). Scăderea ratei de rotație a activului în 2005 se datorează în special creșterii spectaculoase a imobilizărilor necorporale, adică investiții în tehnologie (know-how) și francize, care s-au triplat în perioada analizată.

În ceea ce privește sectorul *construcțiilor*, acesta a cunoscut o reducere semnificativă a profitabilității (ROA) în 2005, pe seama creșterii cheltuielilor de exploatare și a reducerii cifrei de afaceri, care au avut un impact negativ asupra componentelor ROA.



*Sectorul agricol* a devenit profitabil în 2004 înregistrând un ROA de 3.42% față de -0.66% în 2003, pe seama unui an agricol excepțional, care s-a materializat prin creșterea veniturilor din exploatare într-o mai mare măsură decât cea a cheltuielilor din exploatare; rezultatul a fost un profit înainte de dobânzi și impozite de aproximativ 17 ori mai mare în termeni reali în 2004 față de 2003. În prima jumătate a lui 2005 însă, rezultatele financiare ale sectorului agricol au fost diminuate, ROA atingând o valoare anualizată de 2.18. Analizând contribuția pe componente, se observă o scădere a eficienței utilizării resurselor și a rotației activelor prin scăderea cifrei de afaceri. O posibilă explicație pentru aceste evoluții ar putea fi inundațiile din 2005, care au avut drept consecință inclusiv o creștere a cheltuielilor cu materiile prime.

*Sectorul industriei și al energiei* a cunoscut de asemenea o evoluție favorabilă; procesul de privatizare care a avut loc în această perioadă, credem că a condus implicit la o îmbunătățire a calității management-ului, ceea ce s-a tradus printr-o creștere a performanțelor din acest sector.

### 1.2.2. Rentabilitatea capitalurilor

Pentru a avea o imagine completă asupra performanțelor financiare ale companiilor se impune, pe lângă analiza ROA, și o analiză (i) a rentabilității capitalurilor (ROE), (ii) a costului îndatorării (Rd) precum și (ii) a gradului de îndatorare. Conform relației<sup>7</sup> existente între ROA și ROE, îndatorarea unei companii se justifică doar în condițiile în care ROA este mai mare decât costul îndatorării, obținându-se astfel un plus de rentabilitate.

La nivelul companiilor nefinanciare creșterea ROE în 2004 față de 2003 poate fi atribuită creșterii rentabilității activelor și a gradului de îndatorare pe de-o parte și a reducerii costului îndatorării pe de altă parte (Tabel 1.2.). Scăderea ROA în 2005 la 4.97% a fost compensată de o diminuare a costului îndatorării astfel încât ROE a înregistrat o ușoară creștere de la 12.31% la 12.37%. În condițiile în care ponderea creditelor bancare în total datorii s-a menținut relativ constantă în perioada analizată (aproximativ 8.35%), reducerea<sup>8</sup> costului de îndatorare este motivată prin trendul descendent al ratei de dobândă medii la creditele noi în lei și menținerea relativ constantă a costului creditului în valută acordat companiilor nefinanciare. De altfel și percepția creditorilor cu privire la capacitatea companiilor nefinanciare de a nu avea probleme deosebite în a-și onora serviciul datoriei s-a îmbunătățit fapt reflectat și în scăderea primei de risc<sup>9</sup> (Grafic1.6.).

**Tabel 1.2. Evoluția indicatorului de profitabilitate a capitalului, total și subcomponente**

	ROE (%)			ROA (%)			Rd (%)			Datorii/Capital		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Total companii	3,20	12,31	12,37	2,32	5,04	4,97	1,75	1,68	1,54	1,52	2,17	2,16
Corporații	-0,29	6,85	8,94	0,74	3,49	4,11	1,68	1,54	1,33	1,10	1,73	1,74
IMM-uri	25,11	33,39	23,39	6,35	8,38	6,64	1,86	1,92	1,86	4,17	3,88	3,51
Servicii și comerț	9,67	25,88	25,85	4,70	6,58	6,55	1,73	1,53	1,43	1,67	3,82	3,77
Industrie și energie	-2,47	5,54	6,74	-0,09	3,46	3,87	1,74	1,87	1,66	1,31	1,32	1,30
Construcții	14,79	20,21	3,43	6,46	6,86	2,08	2,04	1,80	1,61	1,88	2,64	2,92
Agricultura	-11,6	13,56	4,19	-0,7	3,42	2,18	1,68	1,69	1,52	4,69	5,86	3,05
Sursa: MFP, calcule proprii												

Corporațiile au cunoscut o creștere susținută a ROE în intervalul 2003-2005, pe fondul sporirii ecartului între ROA și costul finanțării, și creșterii gradului de îndatorare. Reducerea costului de finanțare (Rd) a fost determinată și de scăderea ponderii creditelor bancare în total datorii de la

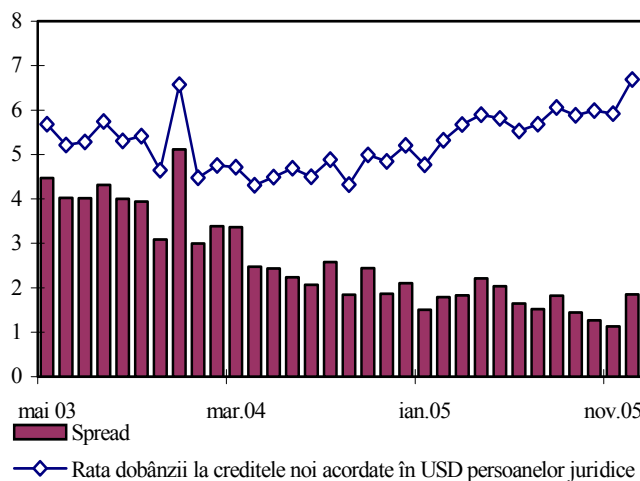
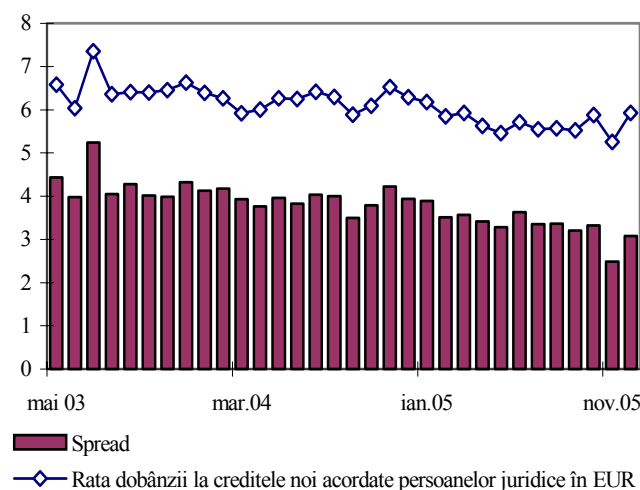
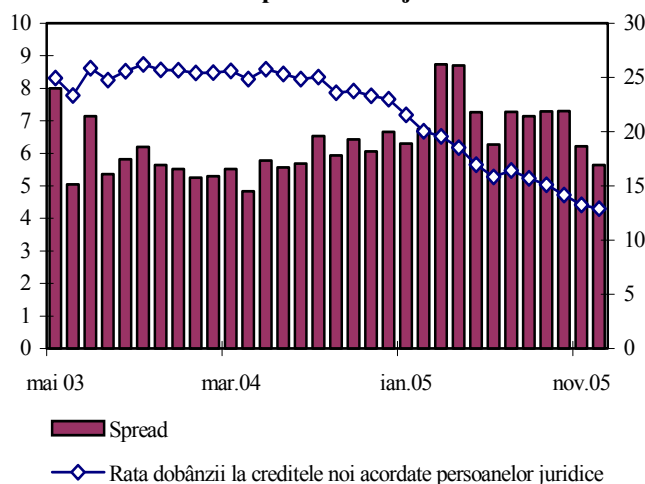
<sup>7</sup>  $ROE = ROA + (ROA - Rd)D/C$

<sup>8</sup> Modificarea Rd poate fi justificată prin: a. Modificări în structura datoriilor (ex.: creșterea ponderii datoriilor comerciale → reducerea Rd, întrucât datoriile comerciale au de regulă cost zero.); b. Modificări ale ratelor de dobândă active.

<sup>9</sup> Prima de risc cuantificată ca diferență între rata dobânzii la creditele acordate persoanelor juridice și rata dobânzii aferente creditelor interbancare.

7.6% în 2004 la 7% în 2005. Această evoluție a datoriilor bancare este justificată prin accesul corporațiilor la surse alternative de finanțare (capacitatea de autofinanțare, datoriile comerciale) (detalii în subcapitolul 1.5.).

**Grafic 1.6. Evoluția ratelor medii<sup>10</sup> de dobândă la creditele noi acordate persoanelor juridice**



Sursa: BNR

În cazul IMM-urilor evoluția pozitivă a ROE în 2004 față de 2003 a fost contrabalansată de o scădere cu 10 p.p. în 2005; deteriorarea ROE în 2005 poate fi explicată printr-o eficiență mai redusă, creșterea capitalurilor proprii și o menținere relativ constantă a costului îndatorării, care este o consecință directă a creșterii ponderii creditelor bancare de la 8.89% la 10.45% din total datorii.

În sectorul construcțiilor ROE a cunoscut o deteriorare semnificativă în 2005, datorată scăderii eficienței utilizării activelor, în condițiile în care gradul de îndatorare a crescut. Cu toate acestea impactul asupra stabilității financiare pare să fie redus, întrucât expunerea sectorului bancar pe această ramură economică este mică (6.5% din total credite interne acordate companiilor nefinanciare). Reducerea ROA în sectorul agricol, în 2005, a avut un impact direct asupra ROE care a scăzut de la 13.56% la 4.19%. În ceea ce privește sectorul serviciilor și comerțului precum și cel al industriei și energiei, ROE se află pe un trend ascendent, datorat unei eficiențe ridicate a factorilor de producție și unor costuri de finanțare relativ mici.

### 1.2.3. Analiza costurilor

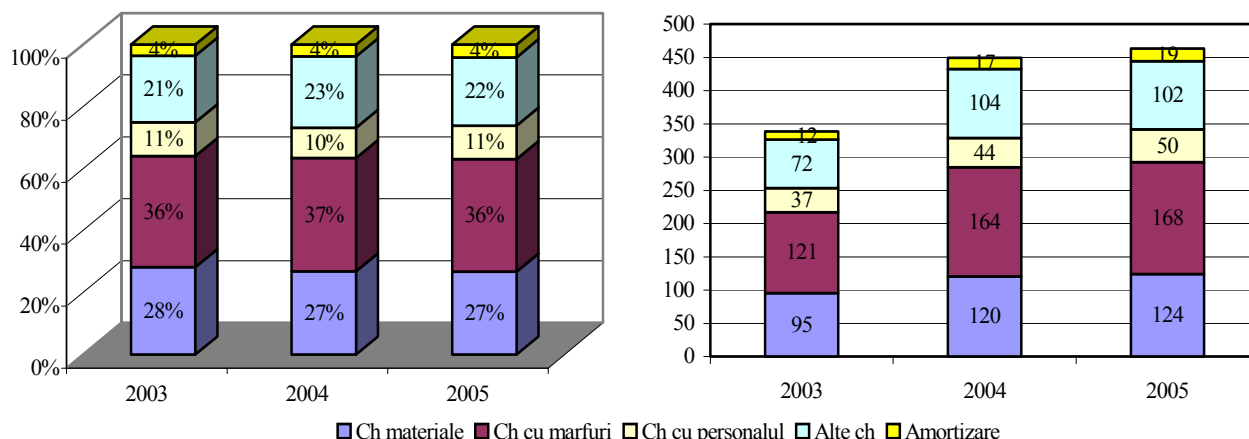
Analiza costurilor la nivelul companiilor nefinanciare evidențiază o concentrare a acestora pe costuri privind mărfurile<sup>11</sup> și materii prime, reprezentând peste 60% din total cheltuieli de exploatare. Acest lucru este explicabil ținând cont că economia românească este orientată către sectorul serviciilor, comerțului și industriei<sup>12</sup>. În structura costurilor cu materiile prime am inclus și cheltuielile privind utilitățile (energie și apă), care la nivel agregat dețin o pondere redusă în total cheltuieli de exploatare (aprox. 3%); în aceste condiții nu credem că un eventual șoc asupra prețurilor administrate ar putea genera probleme deosebite companiilor nefinanciare.

<sup>10</sup> Se calculează ca raport între dobânda aferentă creditelor noi și soldul mediu lunar aferent acestora

<sup>11</sup> cuprind cheltuielile cu produsele achiziționate în scopul comercializării, neintrând în ciclul de producție

<sup>12</sup> în 2005 peste 90% din valoarea adăugată totală provenea din sectorul comercial și cel industrial

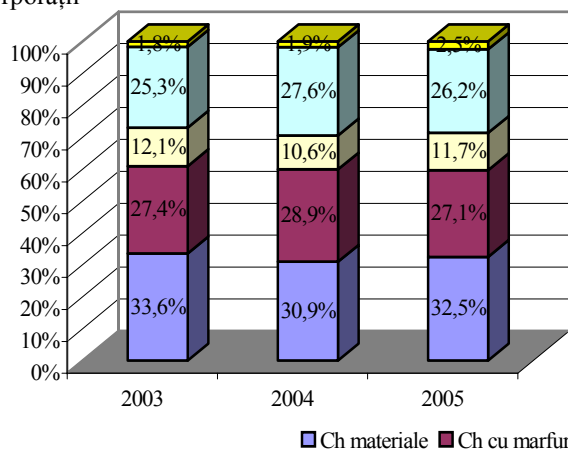
**Grafic 1.7. : Evoluția și structura cheltuielilor de exploatare (mld RON , %)**



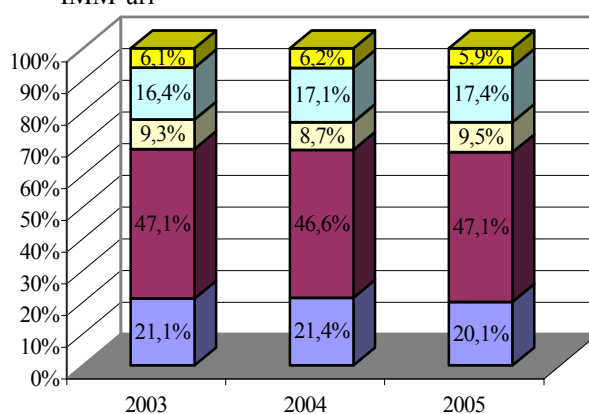
Sursa: MFP, calcule proprii

Cheltuielile cu personalul dețin o pondere de 10% în total cheltuieli de exploatare, care s-a menținut relativ constantă în perioada analizată (Grafic 1.7.); de asemenea cheltuielile privind amortizarea reprezintă doar 4% din totalul cheltuielilor de exploatare. Creșterea cheltuielilor de exploatare s-a realizat pe fondul unui volum de activitate și a unei profitabilități în creștere.

**Grafic 1.8. Structura costurilor companiilor după dimensiune**  
Corporații



IMM-uri

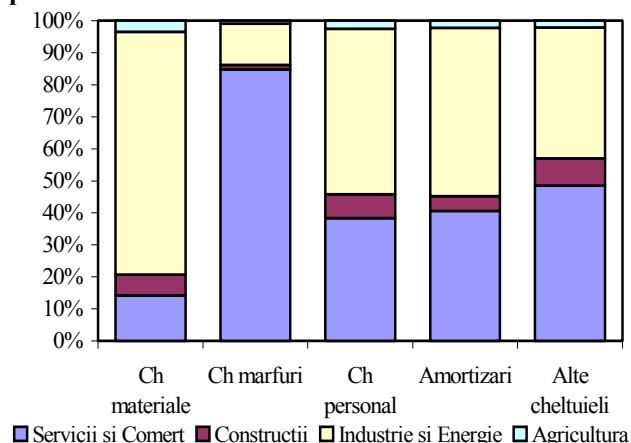


Sursa: MFP, calcule proprii

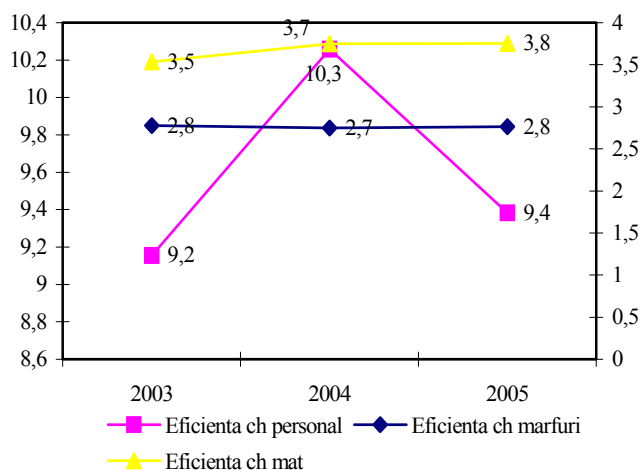
La nivelul corporațiilor predomină cheltuielile cu materiile prime, aici regăsindu-se în special companiile din sectorul energetic și industrial. Cheltuielile cu personalul dețin o pondere ușor mai ridicată decât în cazul IMM-urilor. Spre deosebire de corporații, IMM-urile activează în special în sectorul comercial, ceea ce justifică preponderența cheltuielilor cu mărfurile (Grafic 1.8) în total costuri de exploatare. Cheltuielile cu personalul au avut o dinamică deosebită ce s-a menținut în 2005, grație relaxării fiscale în privința veniturilor salariale. Astfel, creșterea nominală a cheltuielilor salariale ale IMM-urilor, estimată pentru sfârșitul anului 2005, se cifrează la 21%, fiind mult peste cea a companiilor totale (13%), fapt justificat și de concentrarea forței de muncă la nivelul IMM-urilor (Tabel 1.1.).

Analizând distribuția costurilor pe sectoare de activitate, se remarcă o concentrare a cheltuielilor cu mărfurile pe sectorul serviciilor și comerțului (84.9%), în timp ce sectorul industrial și energetic deține cea mai mare pondere (75.8%) din cheltuielile cu materiile prime (grafic 1.9). Cheltuielile cu utilitățile se regăsesc în proporție de 77% în sectorul industrial și energetic, reprezentând 4.7% din cheltuielile de exploatare aferente acestui sector. În ceea ce privește cheltuielile cu personalul, acestea se concentrează în sectorul industrial și energetic (51.5%), aici regăsindu-se aproximativ jumătate din forța de muncă activă în cadrul companiilor (Tabel 1.1.).

**Grafic 1.9.: Structura costurilor din exploatare pe sectoare de activitate în 2005**

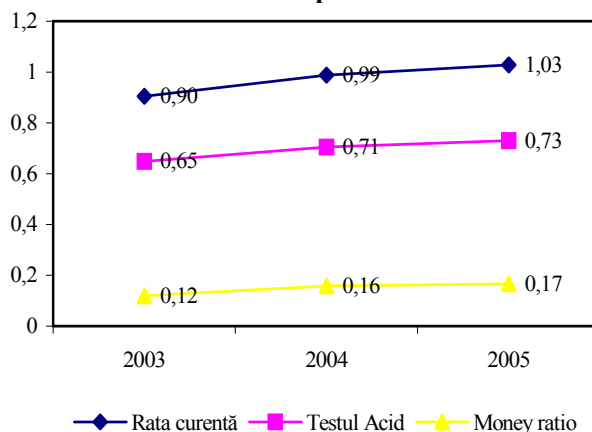


**Grafic 1.10.: Eficiența costurilor din exploatare**



Sursa: MFP, calcule proprii

**Grafic 1.11 Lichiditatea companiilor nefinanciare**



Sursa: MFP, calcule proprii

În ceea ce privește eficiența<sup>13</sup> (Grafic 1.10) costurilor de exploatare, se remarcă o menținere relativ constantă a acestora la nivelul costurilor cu mărfuri și materii prime; eficiența cheltuielilor cu personalul este însă mai volatilă, fiind determinată și de evoluțiile care au avut loc în structura cheltuielilor din exploatare.

#### 1.2.4. Analiza lichidității

Lichiditate companiilor nefinanciare s-a ameliorat în perioada analizată (Grafic 1.11). Astfel activele curente ajung în 2005 să acopere datoriile curente, în timp ce activele curente cele mai lichide (casa și conturi la bănci și investiții financiare pe termen scurt) reprezintă 17% din pasivele curente. Din punct de vedere al structurii lichidității, creanțele și stocurile acoperă peste 80% din datoriile curente, ponderi ce se mențin relativ constante în 2003-2005. Pe partea de pasive curente, datoriile pe termen scurt dețin aproximativ 98% restul de 2% reprezentând veniturile înregistrate în avans.

La nivel structural corporațiile sunt mai lichide decât IMM-urile<sup>14</sup> (Tabel 1.3.); aceasta s-ar putea justifica fie prin menținerea de către IMM-uri a unui nivel de lichiditate cât mai redus pentru a crește profitabilitatea, fie prin existența la nivelul corporațiilor a unui surplus de fonduri care ar putea genera costuri de oportunitate.

**Tabel 1.3. Lichiditatea corporațiilor și a IMM-urilor**

	IMM-uri			Corporații		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Rata curentă	0,98	1,01	0,97	0,86	0,97	1,09
Testul acid	0,69	0,71	0,66	0,62	0,70	0,80
Rata lichidității imediate (MR)	0,14	0,15	0,12	0,11	0,17	0,21

Sursa: MFP, calcule proprii

<sup>13</sup> Eficiența=efect/efort=Cifra de afaceri/Costuri

<sup>14</sup> De regulă corporațiile au o lichiditate mai scăzută comparativ cu firmele de dimensiuni mici, explicația constând în accesul mai facil al corporațiilor la fonduri externe (credite bancare, emisiune de obligațiuni).

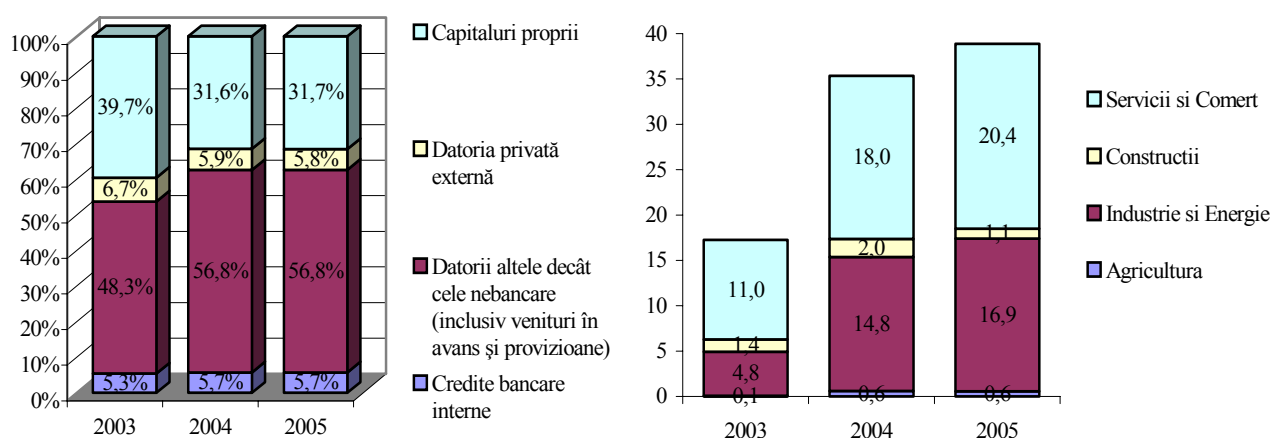
### 1.3. Eficiența alocării resurselor financiare în economie

Din punctul de vedere al stabilității financiare, o alocare defectuoasă (atât prin preț cât și prin cantitate) a resurselor financiare în economie ar putea fi semnalul unei eficiențe mai scăzute a intermediarilor financiari în a dirija disponibilitățile existente către cererea solvabilă.

Companiile au mai multe surse de finanțare:

- Resurse proprii: capitaluri proprii (surse efective) și capacitatea de autofinanțare (sursă potențială)
- Emisiune de obligațiuni
- Credite de la instituții financiare (bancare și nebancare) rezidente
- Credite de la instituții financiare (bancare și nebancare) nerezidente
- Datorii față de companii nefinanciare rezidente
- Datorii față de companii nefinanciare nerezidente

Grafic 1.12.: Structura (%) surselor de finanțare și evoluția capacității de autofinanțare



Sursa: MFP, calcule proprii

Aceste surse de finanțare se diferențiază în funcție de asimetria de informații, implicarea sectorului bancar în alocarea eficientă a resurselor disponibile, etc. Existența costurilor de agent implică faptul că managementul unei companii deține mai multe informații despre proiectele curente sau viitoare comparativ cu acționarii sau creditorii. Totodată, într-o economie în care ponderea creditării bancare în total surse de finanțare este semnificativă se va înregistra o asimetrie informațională mai redusă. Acest lucru se explică prin capacitate sistemului bancar de a monitoriza și evalua performanțele debitorilor.

În cazul companiilor nefinanciare ponderea creditelor bancare interne în total surse de finanțare s-a menținut relativ constantă în perioada analizată la 5%. Aceasta implică pe de-o parte existența unei asimetrii informaționale mai mari (comparativ cu alte țări<sup>15</sup>) iar pe de altă parte capacitatea mai redusă a companiilor de a afecta direct stabilitatea financiară în cazul unor șocuri macroeconomice.

Capitalurile proprii ale companiilor nefinanciare au scăzut ca pondere în total surse de finanțare în perioada analizată, de la 39,7% în 2003 la 31,7% în 2005; practic companiile au recurs din ce în ce mai mult la finanțarea activității prin alte datorii nebancare<sup>16</sup>, care reprezentau 55,2% din pasiv în 2005.

Creșterea profitabilității a determinat și o creștere a capacității de autofinanțare ca sursă potențială de finanțare, creștere care s-a manifestat în special în sectorul comercial și energetic (Grafic 1.12).

<sup>15</sup> În Polonia spre exemplu ponderea creditului bancar acordat companiilor nefinanciare în total activ este de aproximativ 10% (Raportul de Stabilitate Financiară)

<sup>16</sup> Datorii comerciale interne, obligații față de stat, obligațiuni și arierate

În agricultură ponderea capitalurilor proprii în total surse de finanțare a crescut de la 14,6% în 2004 la 24,7% în 2005 (Tabel 1.4.), concomitent cu o reducere a datoriilor nebancale. Acest surplus de capitaluri, care cel mai probabil a provenit din fonduri externe nerambursabile, a fost canalizat, în mare parte către investiții în imobilizări corporale.

În construcții se observă o reorientare către creditele bancare în 2005, a căror pondere a crescut de la 5,8% la 7% dar în continuare redusă, concomitent cu o diminuare a ponderii capitalurilor proprii.

La nivelul celorlalte sectoare (comerț și servicii, industrie și energie) structura surselor de finanțare a rămas relativ constantă în 2005 față de 2004, cea mai mare pondere fiind deținută de datoriile nebancale și capitaluri proprii.

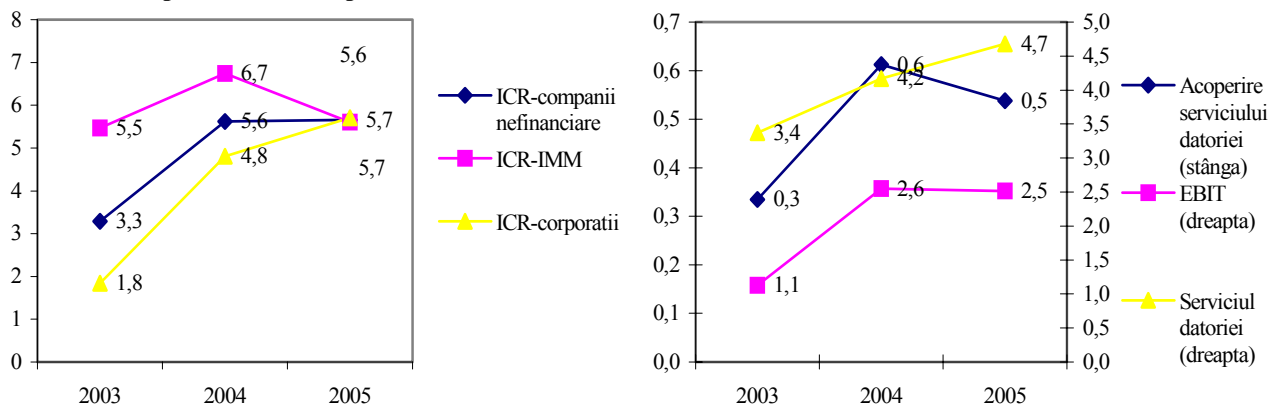
**Tabel 1.4. Ponderea surselor de finanțare în total surse finanțare, pe sectoare de activitate**

	Capitaluri proprii		Credite bancare interne		Datorie externă privată		Alte datorii	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Agricultura	14,6	24,7	7,7	7,5	6,6	6,2	71,2	61,7
Industria și energie	43,2	43,4	5,6	5,3	5,8	6,3	45,4	44,9
Construcții	27,5	25,5	5,8	7,0	3,4	3,5	63,3	64,0
Servicii și comerț	20,8	21,0	5,2	5,9	6,3	5,5	67,7	67,6

Sursa: MFP, calcule proprii

Din perspectiva stabilității financiare se impune o analiză mai detaliată asupra creditelor bancare acordate companiilor nefinanciare. Teoria arată că nivelul creditelor bancare acordate companiilor nefinanciare și a costurilor asociate acestora determină într-o mare măsură capacitatea autorității monetare de a influența economia reală. Astfel, mecanismul de transmitere a politicii monetare poate influența deciziile agenților economici privind sursele de finanțare prin (i) *canalul ratei dobânzii*, (ii) *al creditului* și (iii) *cel bilanțier*.

**Grafic 1.13. Capacitatea de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile și a serviciului datoriei bancare**



Sursa: MFP, calcule proprii

Prin *canalul ratei dobânzii*, banca centrală crește costul real al finanțării și astfel activează din partea companiilor comportamentul de modificare a structurii portofoliului pentru reducerea costurilor cu finanțarea. În România, costul companiilor cu îndatorarea este la un nivel redus și în scădere (Tabel 1.2.). Acest lucru se datorează faptului că cea mai mare parte a necesarului de finanțare se satisface prin intermediul resurselor altele decât cele bancare. Ca urmare, este puțin probabil ca o modificare a dobânzii de politică monetară să afecteze situația financiară a companiilor în mod semnificativ astfel ca reacția în economia reală să fie consistentă. Din punctul de vedere al stabilității financiare, nu credem că există riscuri deosebite în cazul unei politici monetare restrictive, deoarece indicatorii care arată capacitatea de onorare a serviciului datoriei de către companiile din România au înregistrat evoluții favorabile (Grafic 1.13.). Capacitatea de

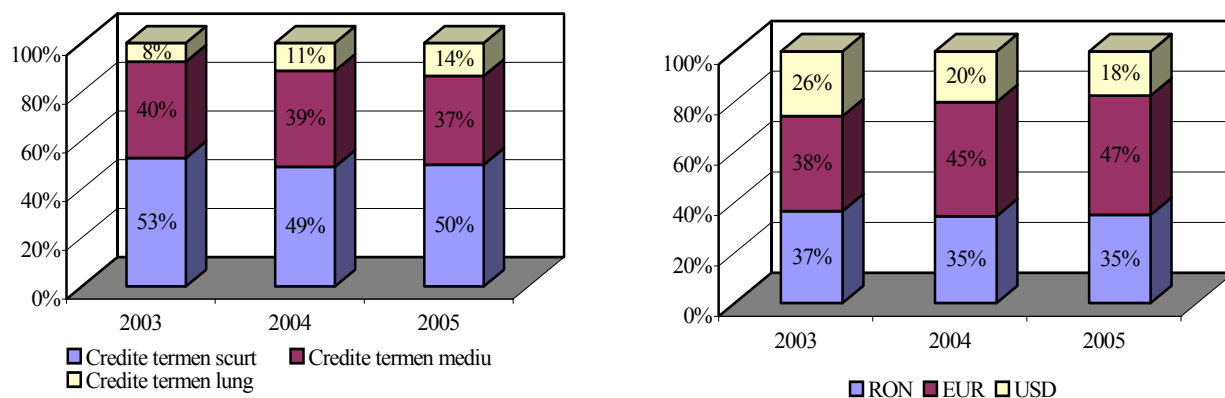
acoperire a dobânzilor (ICR) a sporit de la 3,29 în 2003 la 5,66 în 2005, în timp ce capacitatea de onorare a serviciului datoriei față de sistemul bancar a crescut de la 0,33 în 2004 la 0,61 la sfârșitul lui 2004; în 2005 însă, se observă o diminuare a acestuia la 0,54, pe fondul unei creșteri a serviciului datoriei concomitent cu o reducere a profitului înainte de dobânzi și taxe (EBIT).

Prin *canalul creditului bancar*, efectul provine în special de la băncile care au deficit de lichiditate sau/și capitalizare scăzută și se propagă în special către companiile ale căror constrângeri de finanțare sunt mai mari. În aceste situații se află de regulă IMM-urile și companiile cu un efect de levier (datorii/capitaluri) mare.

Instituțiile de credit din România nu au probleme de lichiditate sau de adecvare a capitalului. Totodată, așa cum se observă din graficul 1.11, creditul bancar intern reprezintă în jur de 5% din totalul finanțărilor, iar pe de altă parte capacitatea de autofinanțare este în continuă creștere, mai ales în sectoarele creditate de către instituțiile de credit.

Analizând evoluția creditelor interne în funcție de moneda de acordare (Grafic 1.14.) se observă o dominare a creditelor în valută (în special cele în euro), ceea ce diminuează eficiența politicii monetare, efectul translatându-se în special prin intermediul costurilor de oportunitate (finanțarea în monedă națională vs în cea străină). Astfel, ponderea creditelor în EUR a crescut de la 37% în 2003 la 47% în 2005; o posibilă explicație poate fi aprecierea monedei naționale în această perioadă, fapt ce a determinat o reducere a costului total al creditului, precum și rata dobânzii mult mai scăzută și predictibilă a EUR și USD. Considerăm însă că în viitor situația s-ar putea schimba în favoarea creditelor în monedă națională, întrucât ratele de dobândă mondiale (EUR și USD) se află în creștere, iar tendința de apreciere a monedei naționale s-a mai temperat.

**Grafic. 1.14. Structura creditelor interne acordate companiilor nefinanciare pe maturități și valute**

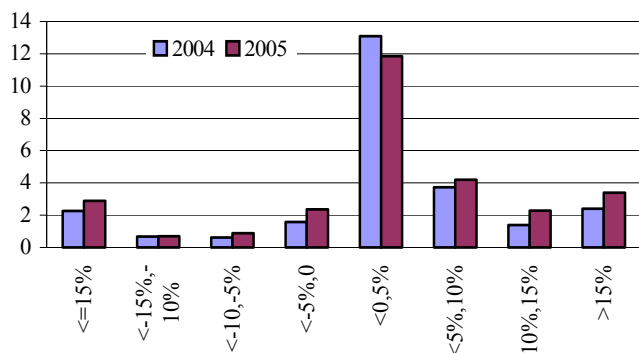


Sursa: BNR, calcule proprii

În ceea ce privește structura creditelor interne pe maturități (Grafic 1.14), companiile nefinanciare se împrumută în proporție de 50% pe termen scurt și doar 10% reprezintă credite pe termen mai mare de 5 ani. Îmbunătățirea bonității financiare a companiilor nefinanciare a avut drept consecință accesul mai facil la fonduri pe termen lung, ceea ce s-a transpus într-o creștere a ponderii creditelor pe termen lung de la 7% în 2003 la aproape 14% în 2005.

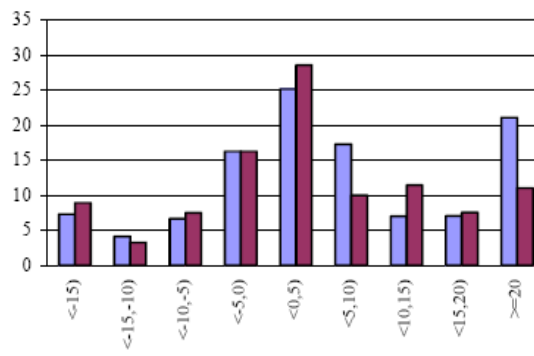


**Grafic 1.15. Distribuția creditelor bancare pe intervale de profitabilitate (Profit net/Cifră de afaceri) România (mld RON)**



Sursa: BNR, MFP

**Polonia (mld Złoti) (2004 Q1 2005 Q1)**



Sursa: Raport de Stabilitate Financiară (2005) - Polonia

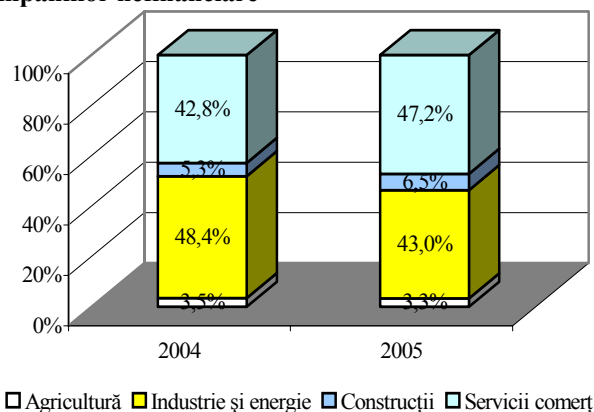
	2004	2005
Agricultură	2,98	0,81
Industrie și energie	0,74	0,92
Construcții	0,73	1,37
Servicii și comerț	0,37	0,34

Sursa: BNR, calcule proprii

Analizând distribuția creditelor în funcție de profitabilitatea companiilor, se observă o concentrare a acestora în intervalul de profitabilitate de 0-5% (Grafic 1.15.). De asemenea se remarcă o tendință de deplasare a creditului în 2005 către extremele distribuției;

astfel a crescut ponderea creditelor acordate companiilor cu profitabilitate negativă, de la 19.8% în 2004 la 23,9% în 2005. În același timp a sporit ponderea creditelor aferente companiilor cu o profitabilitate mai mare de 5% de la 29% la 34% în 2005. O evoluție similară a creditului acordat companiilor nefinanciare se observă și în cazul Poloniei, unde se observă o deplasare a distribuției spre stânga (în 2005 Q1 față de 2004 Q1).

**Grafic 1.16. Structura creditelor bancare acordate companiilor nefinanciare**



Sursa: BNR, calcule proprii

2005 față de 2004; analizând evoluția ratei restanțelor pe sectoare, se remarcă o îmbunătățire a acestora în sectorul serviciilor și al agriculturii, în timp ce în sectorul construcțiilor și al industriei aceasta s-a deteriorat (Tabel 1.5.).

În ceea ce privește structura creditelor pe ramuri de activitate, se remarcă o concentrare a acestora pe sectorul serviciilor și comerțului și pe cel al industriei și energiei, acestea deținând împreună 90% din totalul datoriilor bancare (Grafic 1.16). Astfel cea mai mare parte a expunerii sectorului bancar pe companii nefinanciare este direcționată către cele mai performante și productive sectoare din economie. Analizând dinamica structurii creditelor bancare, se observă o creștere a ponderii sectorului serviciilor și comerțului de la 42,8% la 47,17% concomitent cu o reducere în sectorul industrial (de la 48,42% la 42,98%). Rata restanțelor<sup>17</sup> bancare la nivelul companiilor nefinanciare s-a menținut constantă la 0,67% în

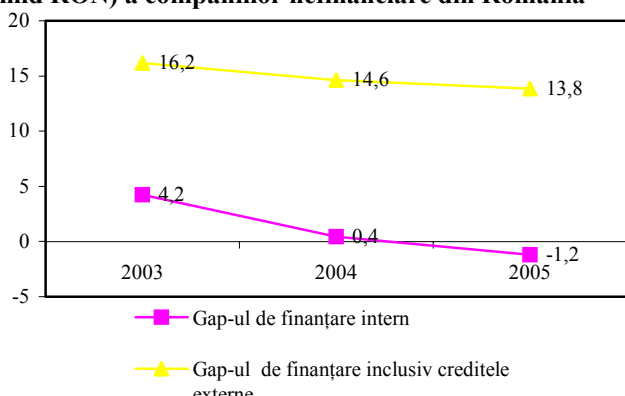
<sup>17</sup> Nu include și restanțele extrabilanțiere, ci doar cele care se încadrează cu serviciul datoriei în categoriile A, B, C, D sau E- conform Regulamentului nr.4 din 07/04/2004



#### 1.4. Structura bilanțieră și canalele de transmitere a șocurilor

Pentru a putea evalua capacitatea de absorbție a eventualelor șocuri negative de către companiile nefinanciare se impune o analiză detaliată a structurii bilanțiere a acestora. Astfel, un eventual șoc pe rata dobânzii (spre exemplu o creștere a ratei de dobândă de politica monetară) va afecta sectorul corporatist prin reducerea valorii de piață a activelor cu funcție de colateral, concomitent cu o creștere a gradului de îndatorare (canalul bilanțier). În România, companiile nefinanciare se împrumută doar în proporție de 5,7% (2005) din total pasiv prin credite bancare interne, din care doar 2% din total surse de finanțare reprezintă credite în monedă națională (Tabel 1.6). De asemenea, creditele bancare externe dețin o pondere redusă în total pasiv (1.2%). În aceste condiții nu credem că structura bilanțieră a companiilor nefinanciare ar putea suferi modificări majore în cazul unui șoc pe rata dobânzii.

**Grafic 1.17. Evoluția situației de creditor/debitor net (mld RON) a companiilor nefinanciare din România**



Sursa: MFP, calcule proprii

Un alt aspect important este acela că agenții economici au devenit pe plan intern creditori<sup>18</sup> net la sfârșitul primului semestru al anului 2005. Neagu et al. (2006) găsesc că principale explicații ale acestui fenomen sunt legate de: (i) sporirea capacității de autofinanțare a companiilor, în creștere ca urmare a cadrului macroeconomic favorabil, (ii) creșterea finanțării prin intermediul datoriilor comerciale și al arieratelor, (iii) în cazul unor companii, contractarea de datorii externe și plasarea sumelor astfel obținute în depozite în monedă națională (arbitrajarea diferențialului de dobândă și obținerea de câștiguri inclusiv

din apreciere), (iv) rezultatul constrângerilor legale privind participarea la licitațiile publice care obligă companiile să blocheze sume considerabile în depozite colaterale de tipul garanțiilor, precum și (v) dinamica în creștere a finanțărilor provenind din fonduri europene. Poziția de creditor net în sistem a companiilor nefinanciare poate semna și o posibilă ineficiență legată de utilizarea resurselor. Dacă însă reanalizăm situația de creditor/debitor net ținând cont și de creditele bancare externe vom obține însă o poziție de debitor net pentru companiile nefinanciare (Grafic 1.17).

**Tabel 1.5 Evoluția creditelor bancare externe contractate de companiile nefinanciare**

	Total, din care		Credite negarantate		Credite public garantate	
	Volum (mld EUR)	Creștere față an anterior (%)	Volum (mld EUR)	Creștere an anterior (%)	Volum (mld EUR)	Creștere an anterior (%)
2003	2,91	-	1,19	-	1,73	-
2004	3,60	23,63	1,71	44,15	1,89	9,52
6/2005	4,18	15,94	1,78	4,04	2,4	26,71

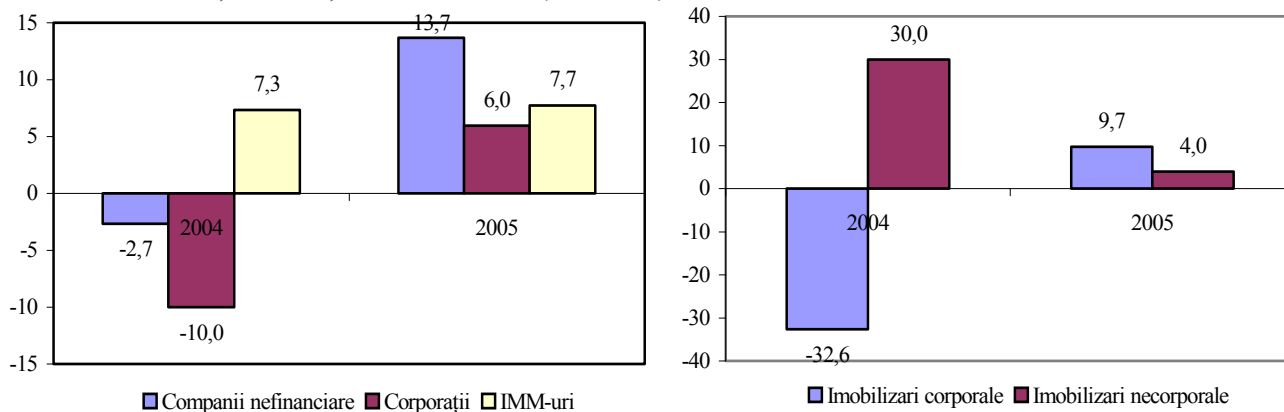
Sursa: BNR, calcule proprii

Evoluția finanțării companiilor prin credite bancare contractate din exterior merită o discuție mai amplă (Tabel 1.5). Volumul acestui tip de finanțare a crescut în perioada analizată cu aproape 40 la sută, ajungând la peste 4 mld EUR (din care datoria privată public garantată reprezenta în iunie 2005 57 la sută). Aceste valori sunt importante, însumând aproximativ 50 la sută din creditul neguvernamental intern. Din perspectiva capacității sectorului bancar românesc de a aloca eficient resursele structural excedentare pe care le deține, se pune întrebarea de ce nu a fost posibilă intermedierea într-o măsură mai mare a respectivelor fluxuri de către sistemul financiar românesc. O parte din explicații ar putea fi identificată într-un cost al intermediării mai mari (inclusiv ca urmare a reglementării băncii centrale). Totuși, nivelul mare al solvabilității instituțiilor de credit (care nu se justifică din punctul de vedere al eficienței), al lichidității și nivelul redus al

<sup>18</sup> Depozite mai mari decât credite

intermedierii, pledează pentru modificarea comportamentului instituțiilor de credit în direcția creșterii gradului în intermediere financiară prin perspectivă ofertei. Mai remarcăm și faptul că cea mai mare contribuție la ocolirea intermedierei interne o dețin creditele aferente datoriei private public garantate, ceea ce ar putea fi un alt argument că factorul cost ar putea fi prima explicație în volumul atât de mare al creditului care nu este intermediat intern.

**Grafic 1.18. Evoluția investițiilor nefinanciare (mld RON)**



Sursa: MFP, calcule proprii

Nivelul mare al îndatorării în moneda străină, precum și caracterul mai eurizat al economiei pune și problema reacției companiilor la un șoc pe cursul de schimb, aceasta poate fi surprinsă prin poziția valutară a acestora. Având în vedere nivelul de detaliere al situațiilor financiare ale companiilor, am putut analiza doar expunerea valutară pe partea de pasiv, de aceea cuantificarea mai exactă a efectului negativ al unui șoc pe cursul de schimb este dificil de realizat. Având în vedere că ponderea datoriei private externe și a creditelor bancare interne în valută este relativ mare (aproape 14 la sută din totalul datoriei în iunie 2005), este posibil ca un șoc pe cursul de schimb (în direcția deprecierei) să genereze efecte adverse sistemice, din perspectiva analizei bilanțiere.

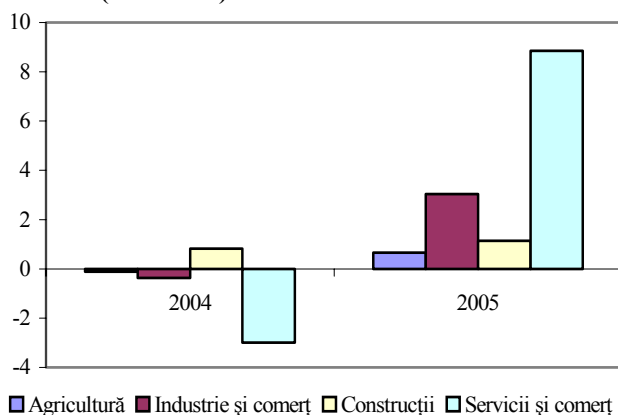
Investițiile fixe reprezintă o contrapartidă importantă a surselor de finanțare, care fructifică fondurile împrumutate. La nivelul companiilor nefinanciare acestea sunt compuse din investiții în imobilizări corporale și necorporale. Analizând investițiile în perioada 2003-2005 se observă o diminuare a acestora în 2004 urmată de o creștere semnificativă în 2005 (Grafic 1.18.). Reducerea imobilizărilor fixe în 2004 a fost determinată de o diminuare a imobilizărilor corporale cu 32 mld RON (-15,59%), în condițiile în care imobilizările necorporale au avut o dinamică pozitivă (+29 mld RON → +166,92%). Scăderea imobilizărilor corporale se datorează în mare măsură cheltuielilor cu amortizarea, având în vedere faptul că veniturile extraordinare ale companiilor s-au diminuat în 2004 față de 2003 (deci nu se poate vorbi de o lichidare a activelor fixe). Deteriorarea investițiilor în 2004 a fost însoțită de o creștere a stocurilor cu 13% în termeni reali, ceea ce ar putea indica o dimensionare ineficientă a producției sau orientarea către un segment de piață unde cererea este mai mică. În 2005 situația investițiilor s-a ameliorat, ambele componente (imobilizări corporale și necorporale) înregistrând dinamici pozitive.

Analizând situația investițiilor pe categorii de companii, se observă că evoluția acesteia a fost indusă în special de corporații, în timp ce IMM-urile au avut o contribuție pozitivă, înregistrând o acumulare de imobilizări corporale și necorporale (Grafic 1.18).

**Tabel 1.6. Structura bilanțieră a companiilor nefinanciare**

		2003	2004	6/2005
1	<b>Total Activ<sup>19</sup> (2+7)</b>	100,00	100,00	100,00
2	<i>Active Nefinanciare (3 +67)</i>	69,10	66,85	66,27
3	Active corporale (4+5)	64,49	55,09	54,43
4	i, Imobilizări corporale	53,64	43,36	42,48
5	ii, Stocuri	10,86	11,72	11,94
6	Imobilizari necorporale	4,60	11,77	11,84
7	<i>Active Financiare (8+9+10)</i>	30,90	33,15	33,73
8	Casa si conturi la banci	4,26	5,61	5,95
9	Imobilizari financiare+Inv fin TS	4,62	5,09	5,13
10	Creante+Ch avans	22,02	22,45	22,65
11	<b>Total Pasiv (12+13)</b>	100	100	100
12	<i>Capital și rezerve</i>	39,68	31,57	31,67
13	<i>Total Datorii (14+16+19+20)</i>	60,32	68,43	68,33
14	Datoria privată externă	6,65	5,94	5,78
15	- din care credite bancare externe	3,06	3,00	2,96
16	Credite bancare interne	5,35	5,71	5,710
17	- din care credite interne în RON	2,05	2,03	2,15
18	credite interne în valută	3,30	3,67	3,56
19	Alte datorii și venituri în avans	47,57	55,19	55,29
20	Provizioane riscuri	0,75	1,59	1,55

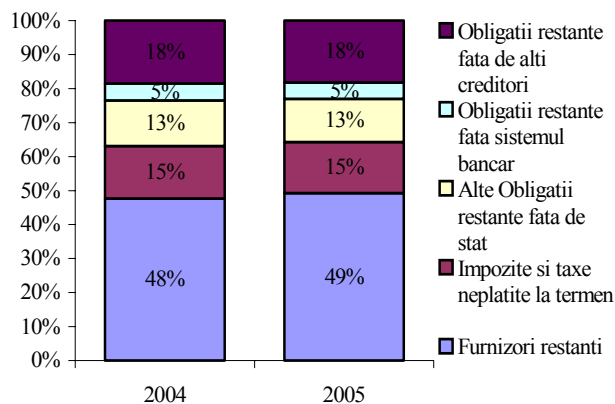
Sursa: MFP, calcule proprii

**Grafic 1.19. Evoluția investițiilor pe sectoare de activitate (mld RON)**

Sursa: MFP, calcule proprii

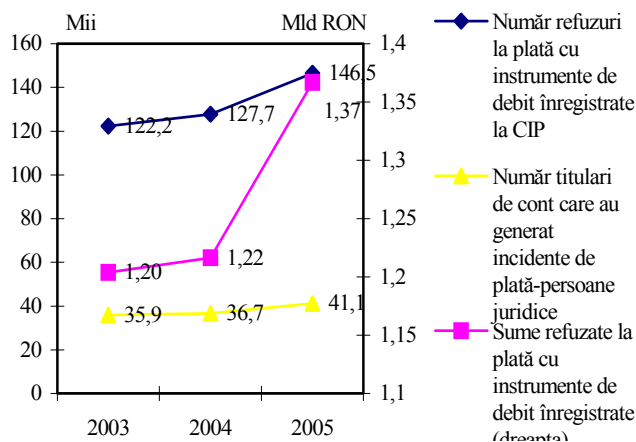
La nivelul sectoarelor de activitate, investițiile au fost direcționate în 2005, în cea mai mare parte către servicii-comerț și industrie-energie (Grafic 1.19). În 2004 doar sectorul construcțiilor a cunoscut o acumulare de capital, pe fondul unor creșteri ale imobilizărilor corporale. În cazul serviciilor și comerțului creșterea investițiilor a fost determinată în egală măsură de o sporire a imobilizărilor corporale cât și a investițiilor în francize, licențe și tehnologie de tip know-how (imobilizări necorporale).

Modificările care au avut loc la nivelul imobilizărilor au determinat schimbări în structura activului companiilor nefinanciare (Tabel 1.6.). Astfel în perioada 2003-2005 a scăzut ponderea imobilizărilor corporale în favoarea activelor necorporale. La nivelul activelor financiare se remarcă o creștere a ponderii lichidităților și a investițiilor financiare. Creșterea ponderii stocurilor în total activ de la 10,86% la 11,94% în 2005 s-a realizat în condițiile unei cereri în expansiune, care s-a

**Grafic 1.20. Structura arieratelor**<sup>19</sup> Structura activului a fost determinată conform metodologiei FMI

tradus printr-o creștere a cifrei de afaceri; sporirea stocurilor poate avea drept cauză anticipațiile agenților economici cu privire la evoluția vânzărilor, care au avut drept consecință o supradimensionare a producției.

**Grafic 1.21. Evoluția incidentelor de plată în cazul companiilor nefinanciare**



Sursa: Centrala Incidentelor de Plăți

companiile nefinanciare (Grafic 1.21). Ponderea sumelor refuzate la plată din CIP în totalul restanțelor față de furnizori reprezintă 5%, ceea ce presupune păstrarea vigilenței cu privire la dinamica evoluției acestui indicator.

### 1.5. Analiza probabilității de nerambursare<sup>22</sup>

Pentru analizele de stabilitate financiară am considerat că este necesar a surprinde evoluția probabilității de nerambursare pornind de la situația în care un debitor intră în incapacitate de plată față de sistemul bancar, având un serviciu al datoriei mai mare de 90 de zile<sup>23</sup> (*technical default*). Astfel, în eșantionul de companii analizate vor intra numai agenții economici care au contractat credite bancare, existând astfel o probabilitate ca aceștia să nu-și onoreze serviciul datoriei timp de mai mult de 90 de zile.

**Tabel 1.7. Situația nerambursărilor pe sectoare de activitate la 30 iunie 2005**

Grupa CAEN	Sector	Total Companii	Companii in default	Rata default
1,2,5	Agricultură, vânătoare, silvicultură, pescuit și piscicultură	1 453	189	13,01%
10-37; 40-41	Industrie și energie	10 618	618	5,82%
45,00	Construcții	2 691	96	3,57%
50-52; 55;60-64; 70-75; 80; 85; 90-93; 95-97; 99	Servicii și comerț	24 679	663	2,69%
	Total	39 441	1 566	3,97%

Sursa: BNR, calcule proprii

Din cele peste 500 mii companii existente în baza de date a Ministerului Finanțelor Publice, doar 39,441 aveau obligații față de sistemul bancar la sfârșitul lui 2004. Din totalul firmelor cu credite

<sup>20</sup> Restanțe față de furnizori, stat, sector bancar și alți creditori

<sup>21</sup> Conform anexei cu date informative din situațiile financiare: credite restante 30 zile, peste 90 zile și peste 1 an

<sup>22</sup> O abordare mai detaliată a acestui subiect, precum și aspecte tehnice de cuantificare a indicatorilor menționați a se vedea în Mircea și Moinescu 2006 (nepublicat)

<sup>23</sup> Conform Regulamentului nr.4 din 07/04/2004, debitorii care se încadrează în categoriile E-serviciul datoriei mai mare de 90 zile- și X-credite scoase în afara bilanțului.

bancare, 1,566 de companii au intrat în *default* tehnic la sfârșitul lunii iunie 2005. În tabelul 1.7. putem observa distribuția *default-urilor* pe cele 4 sectoare principale de activitate<sup>24</sup>. Astfel se poate observa că agricultura este sectorul care înregistrează cea mai mare rată de *default* (13%) la 30 iunie 2005, iar la cealaltă extremă se află companiile din domeniul serviciilor și comerțului (2.69%).

O posibilă explicație a ratei mai ridicate de faliment în sectorul agricol ar putea fi (i) pe de-o parte divizarea excesivă a proprietății, fapt ce a făcut extrem de dificilă practicarea agriculturii la standarde europene (*factor structural*), (ii) iar pe de altă parte inundațiile care au avut loc pe parcursul anului 2005 (*factor conjunctural*).

#### Metodologie probabilitate de nerambursare

Pentru determinarea probabilității de *default* am utilizat un model de tip logit. Din eșantionul analizat au fost excluse companiile cu valori extreme\* aferente variabilelor explicative utilizate în model, rezultând un eșantion final de 30121 firme, din care 671 sunt în *default* tehnic. Variabilele explicative conțin indicatori financiari-contabili\*\* care surprind aspecte legate de profitabilitatea, lichiditatea, soliditatea și solvabilitatea companiilor. În tabelul 1.8. este efectuată o scurtă analiză statistică descriptivă pentru fiecare indicator financiar utilizat. Astfel, putem observa, că firmele care intră în faliment tehnic au o rată a profitului mult mai scăzută (chiar negativă) și volatilă decât cele care supraviețuiesc; de asemenea rata de acoperire a dobânzilor înregistrează valori mult mai scăzute în cazul companiilor falimentare comparativ cu celelalte. Totodată efectul de levier și rata restanțelor sunt mult mai mari în cazul firmelor care intră în incapacitate de plată față de companiile solvabile. În ceea ce privește deviația standard a indicatorilor financiari, putem observa că firmele insolubile prezintă în general o variabilitate mai mare a acestora. Dacă analizăm indicatorii de dinamică ai companiilor vom remarca faptul că firmele care devin insolubile înregistrează *ex-ante* o scădere semnificativă a ratelor de creștere a EBIT și CAF (capacitate de autofinanțare).

**Tabel 1.8. Analiza statistică descriptivă a indicatorilor financiari contabili**

Indicatori financiari contabili la 31.12.2004	Total Companii (30121)		Firme în <i>default</i> (671)		Firme <i>non-default</i> (29450)	
	Medie	Std	Medie	Std	Medie	Std
Rata profitului[PM1]	9,96%	0,14	2,90%	0,26	10,12%	0,14
Rata profitului[PM2]	7,02%	0,14	-2,61%	0,27	7,24%	0,13
Rata utilizării activului[AU]	2,21	2,67	1,0709	1,12	2,23	2,69
Efectul de Levier[D2A]	0,79	0,28	1,0025	0,53	0,78	0,27
Rata Curentă[CR]	1,05	0,67	0,859	0,61	1,06	0,67
Rata de acoperire a dobânzilor[ICR]	6,88	9,82	0,9366	8,96	7,01	9,80
Rata restanțelor[Rrest]	14,51%	0,25	40,63%	0,35	13,92%	0,24
Rata de creștere a EBIT	38,71%	2,77	-84,53%	3,10	41,51%	2,76
Rata de creștere a CAF	35,69%	2,82	-112,56%	3,63	39,07%	2,79
Număr salariați	38	459,384	36	152,09	38	464,0213

Sursa: MFP, BNR, calcule proprii

\* Am considerat valori extreme: |PM1|>1, |PM2|>1, D2A>5, CR>5, |ICR|>50, |R\_ebit|>20, |R\_caf|>20; vezi anexa 1 pentru definirea indicatorilor

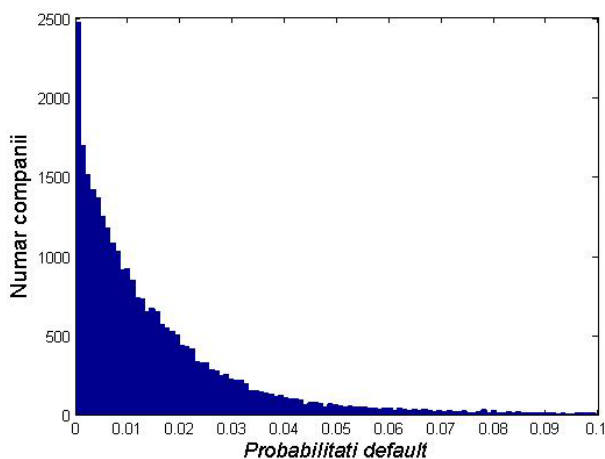
\*\* Nu am putut încorpora în modelul de *default* variabile macroeconomice, dat fiind caracterul static al analizei (estimarea probabilității de faliment prin date transversale - *cross-sectional*).

<sup>24</sup> Repartizarea firmelor pe sectoare de activitate s-a realizat după codul CAEN.

**Tabel 1.9: Probabilități de default iunie 2005**

	Probabilități default medii (%)	Credite bancare interne (mii RON)	Datorie la risc (mii RON)
Companii nefinanciare	2,23	26,123,533,22	582,554,79
Agricultura	5,51	904,482,50	49,836,99
Industrie și energie	3,34	12,647,780,12	422,435,86
Construcții	2,74	1,389,573,33	38,074,31
Servicii și comerț	1,51	11,181,697,26	168,843,63

Instituțiile de credit dețineau la 30 iunie 2005 provizioane specifice de risc de credit în sumă de 549,4 mil RON, valoare apropiată de datoria totală la risc. Aceste cifre sunt însă aferente unui moment în timp aflat pe partea ascendentă a ciclului economic.

**Grafic 1.22. Distribuția probabilității de default la 30.06.2005**

În tabelul 1.9. evidențiem situația probabilităților de *default* la nivel sectorial și agregat, precum și situația datoriei la risc<sup>25</sup>. Astfel, chiar dacă cel mai riscant sector este cel agricol, expunerea la risc este foarte mică (aproximativ 50 milioane RON) și deci nu putem vorbi de o afectare directă a stabilității financiare. Cele mai mari expuneri la risc există în sectorul industriei, serviciilor și comerțului, dar în aceste cazuri probabilitățile de *default* sunt mai reduse.

În ceea ce privește factorii determinanți ai nerambursării, rata profitului, rata de rotație a activului, rata de creștere a cifrei de

afaceri și rata de acoperire a dobânzilor au o influență în sensul reducerii probabilității de *default* (PD), în timp ce rata restanțelor și gradul de îndatorare exercită o influență pozitivă. În graficul 1.22 prezentăm o imagine de ansamblu a distribuției probabilității de *default* la data de 30/06/2005. Se observă că, aproximativ 50% din companiile analizate au o probabilitate de *default* mai mică de 1%, distribuția concentrându-se în intervalul 0-10%.

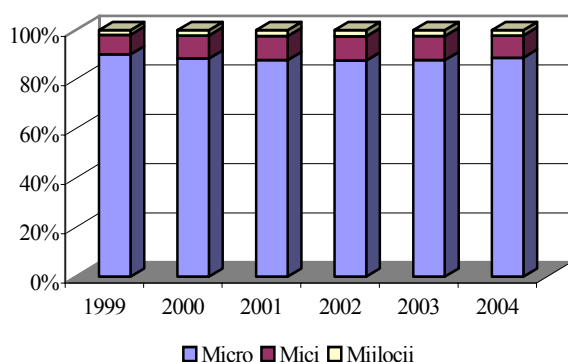
<sup>25</sup> Datoria la risc este calculată ca produs între probabilitatea de *default* medie și expunerea sectorului bancar pe companii

## 2. Mărimea contează? Rolul IMM-urilor în asigurarea și menținerea stabilității financiare

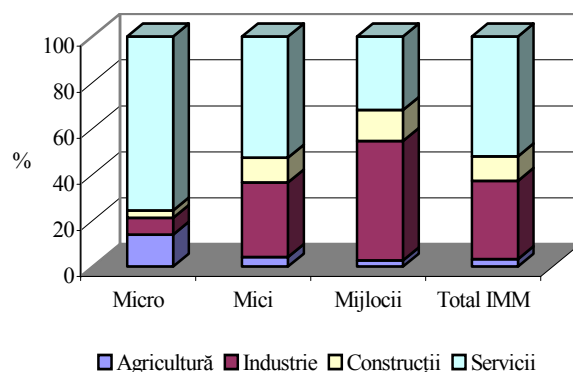
În context european, rolul IMM-urilor are o importanță deosebită, numărul acestui tip de companii fiind dominant: aproximativ 99%<sup>26</sup> din companii sunt IMM-uri, iar 90% din acestea sunt micro-întreprinderi. Așadar, tipicul unei firme europene este o micro-întreprindere. Forța de muncă angajată de IMM-urile europene cuantifică aproximativ 70% din total, ceea ce confirmă rolul social al IMM-urilor.

Așa cum am prezentat în Tabelul 1.1, în România rolul IMM-urilor este mai redus din punct de vedere al ponderii în cifra de afaceri sau valoarea adăugată creată în economie, dar pe de altă parte contabilizează aproape 57% din numărul de salariați. În structură, observăm că domină microîntreprinderile (Grafic 2.1.), iar sectorul serviciilor este cel în care este angajată cea mai mare parte a forței de muncă (Graficul 2.2.).

**Grafic 2.1. Evoluția structurii numărului IMM în funcție de total active**



**Grafic 2.2. Structura numărului de angajați din IMM, 2004**



Sursa: Institutul Național de Statistică, Agenția Națională pentru Întreprinderi Mici și Mijlocii (ANIMM)

### 2.1. Capacitatea IMM-urilor<sup>27</sup> de a face față șocurilor negative

La nivel agregat, contribuția IMM-urilor la realizarea profitului net al companiilor a scăzut în perioada 2003-iunie 2005, de la 107% la 45%. Această evoluție se datorează îmbunătățirii profitabilității marilor corporații, precum și existenței unei tendințe descrescătoare a profitului net al IMM-urilor. Dintre IMM-uri, micro-întreprinderile continuă să înregistreze cel mai mare profit net (Graficul 2.3.).

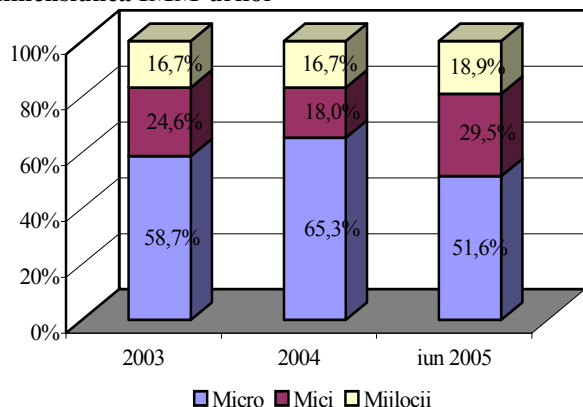
Pe de altă parte, cifra de afaceri a IMM-urilor se concentrează în toată perioada analizată la nivelul companiilor mici. Deși micro-întreprinderile realizează circa o treime din cifra de afaceri a IMM-urilor, profitul net al acestora este mult mai mare, reprezentând peste 50% din total. Totuși, diminuarea contribuției micro-întreprinderilor la profitul IMM-urilor în 2005 ar putea evidenția creșterea competitivității pe această nișă. Un alt factor ce a influențat restructurarea profitului net către întreprinderile mici și mijlocii se referă la fiscalitate. Anul 2005 a adus schimbări importante în politica fiscală, ceea ce a avut efecte în special asupra micro-întreprinderilor. Impozitul pe venitul acestora a crescut de la 1.5% la 3%, iar profitul celorlalte companii a fost impozitat cu o cotă diminuată la 16%. În 2005, categoriile de companii mici și mijlocii au fost avantajate de diminuarea cotei impozitului pe profit, iar micro-întreprinderile au fost singurele pentru care se estimează o creștere a impozitelor.

<sup>26</sup> Indicatori aferenți 2003 pentru Europa-19 (cuprinzând UE-15 și Norvegia, Liechtenstein, Islanda, Elveția) – „2003 Observatory of european SME”, CE.

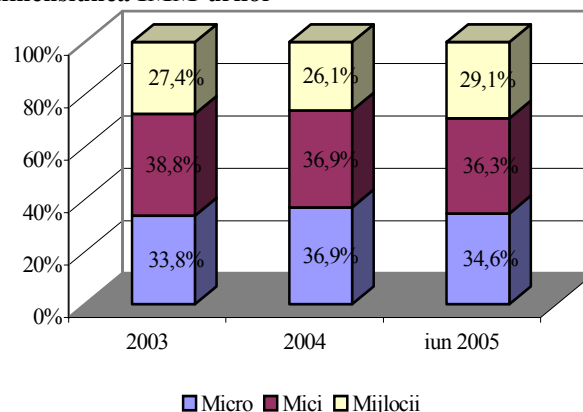
<sup>27</sup> În cele ce urmează referințele la IMM-uri vizează IMM-urile nefinanciare



**Grafic 2.3.- Structura profitului net in funcție de dimensiunea IMM-urilor**



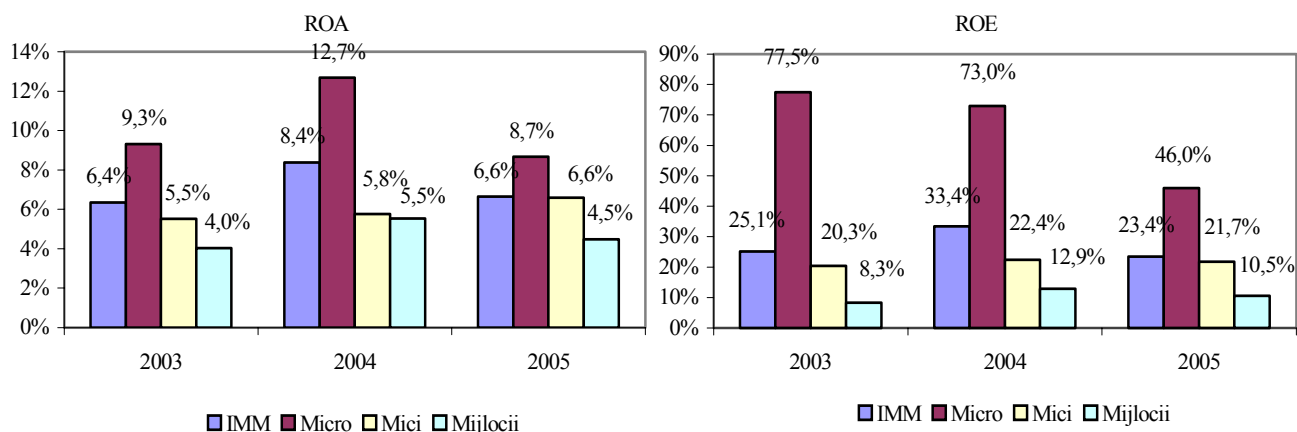
**Grafic 2.4. – Structura cifrei de afaceri in funcție de dimensiunea IMM-urilor**



Sursa: MFP, calcule proprii

În structura contului de profit și pierdere, veniturile și cheltuielile de exploatare reprezintă 98% din totalul veniturilor, respectiv al cheltuielilor<sup>28</sup>. Anul 2004, caracterizat de o creștere economică remarcabilă, a adus IMM-urilor creșteri nominale ale veniturilor de exploatare de 34%, respectiv de 33% pentru cheltuielile de exploatare. Aceste ritmuri s-au temperat în 2005, estimările<sup>29</sup> indicând o creștere nominală de doar 8% a veniturilor și de 10% a cheltuielilor. Sursa principală de creștere a cheltuielilor de exploatare s-a localizat la nivelul cheltuielilor cu mărfurile, care, așa cum am arătat în capitolul 1, sunt preponderente.

**Grafic 2.5. – Indicatori de profitabilitate**



Sursa: MFP, calcule proprii

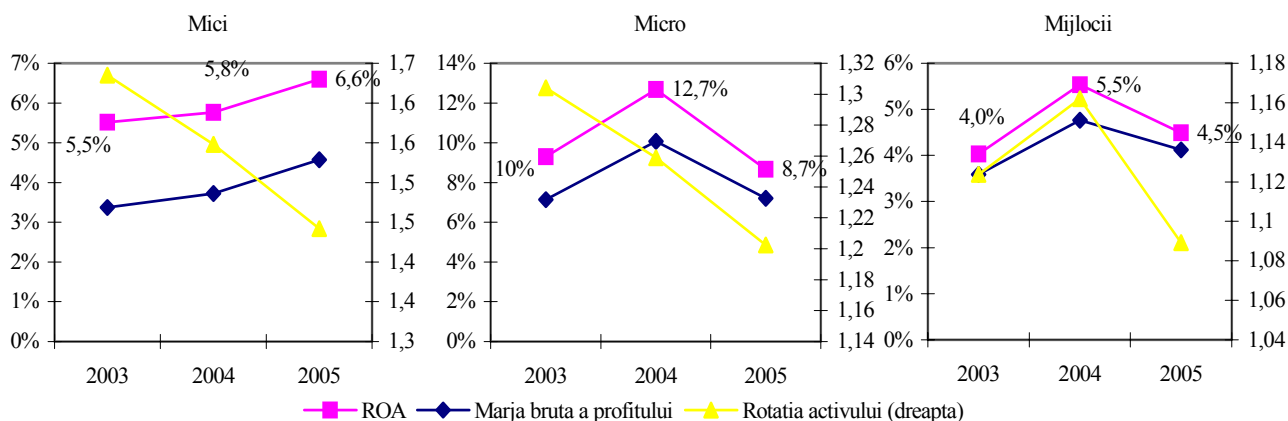
Rentabilitatea activelor IMM-urilor (ROA) a crescut în 2004, însă la momentul iunie 2005 estimările indică menținerea trendului crescător doar în cazul întreprinderilor mici (Grafic 2.5.). Rotația activului, ca măsură a eficienței de valorificare a activelor, este cea care a determinat în mare parte deteriorarea ROA (Grafic 2.6.). O posibilă justificare rezidă în creșterea investițiilor în imobilizări corporale și necorporale. Anul 2004 s-a remarcat printr-o creștere cu 36% a acestor investiții, iar la mijlocul anului 2005 creșterea față de sfârșitul anului anterior era de doar 15%. Spre exemplu, în primele șase luni ale anului 2005, dintre IMM-uri, întreprinderile mijlocii au investit cel mai mult în imobilizări, ceea ce a dus la o rotație a activelor minimă în comparație cu celelalte categorii ale IMM-urilor. Însă, aceste investiții pot îmbunătăți pe termen lung rotația activelor și implicit profitabilitatea.

<sup>28</sup> Pe parcursul întregii perioade analizate

<sup>29</sup> Valori anualizate ale veniturilor, respective cheltuielilor



**Graficul 2.6. – Evoluția componentelor rentabilității activului pe categorii de IMM-uri**

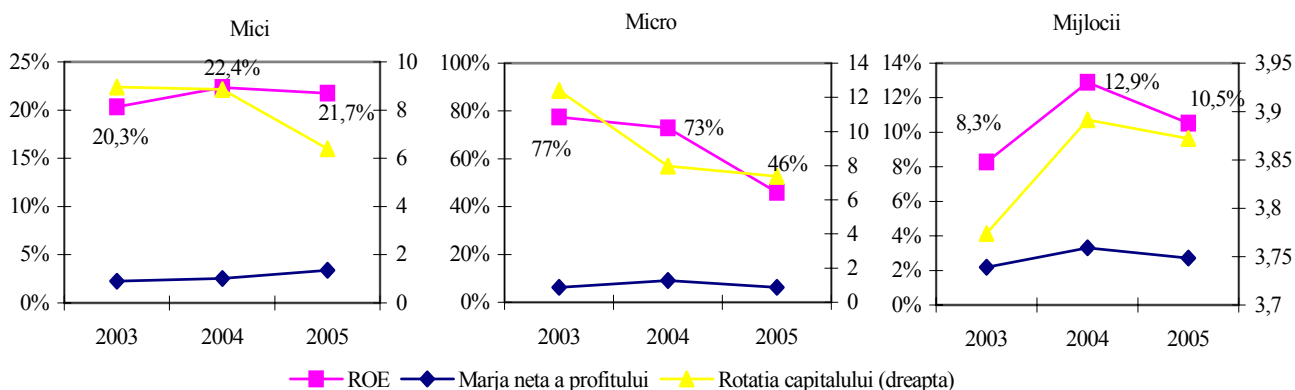


Sursa: MFP, calcule proprii

Marja brută a profitului s-a redus pentru micro-întreprinderi și întreprinderi mijlocii și a fost cea care a determinat creșterea ROA pentru întreprinderile mici. Se remarcă faptul că în anul 2005 componenta dominantă a IMM-urilor, micro-întreprinderile, a fost afectată substanțial de creșterea concurenței, ceea ce s-a tradus printr-o diminuare a marjelor.

Rentabilitatea capitalurilor aferentă IMM-urilor, și în special a micro-întreprinderilor, este foarte ridicată comparativ cu cea a companiilor totale (Grafic 2.7.), fapt explicat de o valoare mai redusă a capitalizării. IMM-urile sunt în majoritate societăți cu răspundere limitată ce sunt obligate să dețină un capital social minim de doar 200 RON.

**Graficul 2.7. – Evoluția componentelor rentabilității capitalurilor pe categorii de IMM-uri**



Sursa: MFP, calcule proprii

Ca și rentabilitatea activului, rentabilitatea capitalurilor are o tendință descrescătoare în prima parte a anului 2005, impactul cel mai puternic fiind dat de micșorarea rotației capitalului pe fondul temperării creșterii cifrei de afaceri.

Actiunile IMM-urilor au avut un trend crescător în perioada decembrie 2003- iunie 2005, ritmul real de creștere<sup>30</sup> al acestora, de 29%, depășindu-l considerabil pe cel al companiilor nefinanciare totale (7.4%). La nivelul componentelor activului bilanțier, stocurile și imobilizările necorporale s-au remarcat printr-o creștere reală superioară celorlalte elemente bilanțiere.

Dintre IMM-uri, micro-întreprinderile au fost cele mai dinamice în creșterea reală a activului (32%), pentru perioada considerată. Această caracteristică, corelată cu numărul mare al micro-întreprinderilor, poate indica dezvoltarea interesului antreprenorial la nivelul economiei. Această atitudine se confirmă și printr-o contribuție în creștere a IMM-urilor nefinanciare la PIB, ponderea

<sup>30</sup> S-a folosit Indicele Producției Industriale

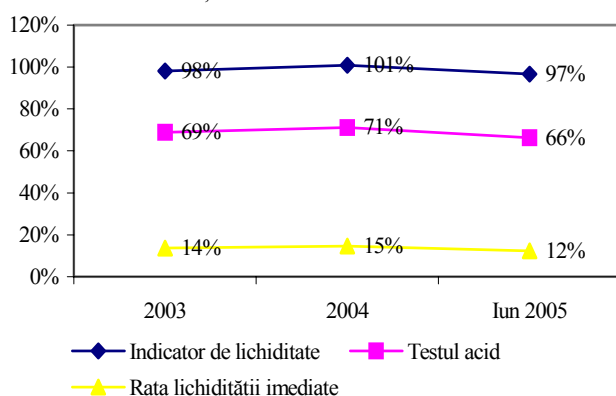
valorii adăugate aferente acestor companii în total PIB evoluând de la 26% în 2003 la 32% în iunie 2005.

**Tabel 2.1. – Structura activului bilanțier (%)**

	2003	2004	Iun 2005
<i>Active Nefinanciare</i>	56,8	56,7	57,3
Active materiale	55,8	55,7	56,1
Imobilizări corporale	38,6	38,4	38,3
Stocuri	17,2	17,2	17,8
Active imateriale – Imobilizări necorporale	1,1	1,0	1,2
<i>Active Financiare</i>	43,2	43,3	42,7
Casa și conturi la bănci	7,0	7,3	6,7
Imobilizări și investiții financiare	4,6	4,2	4,3
Creanțe și cheltuieli în avans	31,6	31,7	31,7
<b>Total Activ</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Sursa: MFP, calcule proprii

**Grafic 2.8. – Evoluția indicatorilor de lichiditate**



Sursa: MFP, calcule proprii

realizate, dar au valorificat-o mult mai puțin, cifra de afaceri având un ritm de creștere temperat. Ca și în cazul companiilor totale, creanțele constituie componenta principală a activelor financiare ale IMM-urilor, fapt ce subliniază strânsurile legături comerciale între companii, dar este posibil să reflecte și o slabă disciplină între companii.

În ceea ce privește capacitatea IMM-urilor de a-și onora obligațiile de plată, indicatorul de lichiditate în sens larg, calculat incluzând stocurile (ce reprezintă 30% din activele pe termen scurt), indică o capacitate foarte ridicată a IMM-urilor de a acoperi pasivele pe termen scurt din active pe termen scurt (Grafic 2.8.). Testul acid semnalează însă că activele lichide acoperă doar 66% din pasivele pe termen scurt în iunie 2005. Acest aspect, coroborat cu menținerea unui grad ridicat de îndatorare a IMM-urilor, poate induce un risc suplimentar asupra sistemului financiar. La aceeași dată, deținerile de numerar și conturile bancare acoperă doar 12,4% din pasivele pe termen scurt. Această valoare este contraintuitivă fiind inferioară celei specifice companiilor totale sau corporațiilor, deoarece accesul limitat al IMM-urilor la finanțarea bancară ar presupune ca IMM-urile să-și aloce mai multe lichidități pentru acoperirea datoriilor imediate.

Structura pe componente a activului bilanțier al IMM-urilor s-a menținut relativ constantă de-a lungul ultimilor trei ani (Tabel 2.1.). Activele nefinanciare sunt dominante datorită activelor materiale (stocuri și imobilizări corporale). Spre deosebire de totalul companiilor nefinanciare, ponderea imobilizărilor necorporale în total activ este foarte scăzută, investițiile IMM-urilor în know-how fiind încă reduse dar în creștere. În iunie 2005, stocurile au crescut ca pondere, ceea ce arată că IMM-urile și-au menținut s-au chiar au crescut producția, pe seama investițiilor

## 2.2. Finanțarea IMM-urilor

Accesul IMM-urilor la finanțare este un aspect important al stimulării antreprenoriatului, ce poate fi îmbunătățit atât prin aportul sistemului financiar, cât și al sectorului public. Rolul sistemului financiar capătă o dimensiune aparte, toate segmentele acestuia (sector bancar, leasing, factoring, fonduri de garantare a creditelor etc.) având potențial în dezvoltarea a IMM-urilor.

**Tabel 2.2. – Sursele de finanțare ale IMM-urilor**

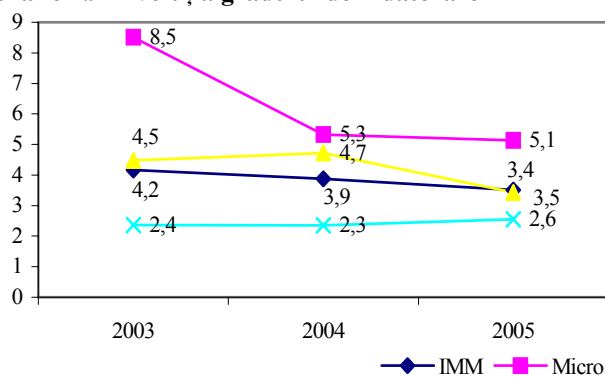
mil RON	IMM		Micro		Mici		Mijlocii	
	2004	iun.05	2004	iun.05	2004	iun.05	2004	iun.05
Capitaluri proprii	30 680	38 212	9 166	10 029	8 249	12 144	13 265	16 039
Datorii bancare	10 574	14 013	2 749	3 266	3 877	5 148	3 947	5 599
Datorii nebancale	107 791	119 491	45 990	48 105	34 905	36 364	26 895	35 022
Capacitate de autofinanțare	15 113	10 183	8 132	3 212	3 615	2 389	3 366	2 045

Sursa: MFP, calcule proprii

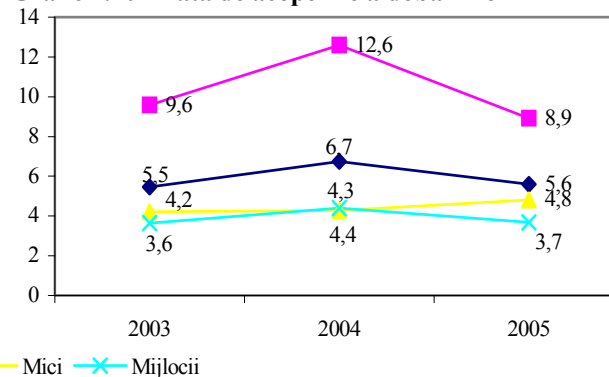
În privința investițiilor, un sondaj al ANIMMC<sup>31</sup>, realizat în 2005 pe un eșantion de IMM-uri românești, a evidențiat că cea mai importantă sursă de finanțare a investițiilor este reprezentată de resursele proprii. În clasamentul surselor de finanțare, a doua poziție este ocupată de creditul bancar, iar în al treilea rând se uzitează sursele de asistență financiară nerambursabilă, atât alocații bugetare, cât și grant-uri oferite de UE. Totodată, ponderea resurselor oferite de piața de capital este nesemnificativă pentru realizarea investițiilor IMM-urilor. Același sondaj relevă o creștere a importanței creditelor bancare, IMM-urile dorind să apeleze pe viitor la această sursă. Aceste opinii sunt validate și de calculele noastre (Tabel 2.2), cu mențiunea că datoriile nebancale reprezintă sursa principală de finanțare.

Cu toate că în 2005 datoriile bancare ale IMM-urilor reprezentau doar 10,5% din datoriile totale, în prima jumătate a anului creșterea finanțării bancare a fost semnificativă (33%). Coroborat cu nevoile de finanțare în creștere ale IMM-urilor, în ultimii ani sistemul bancar și-a orientat strategia și către creditarea IMM-urilor, oferind noi produse acestor companii.

**Grafic 2.9- Evoluția gradului de îndatorare**



**Grafic 2.10- Rata de acoperire a dobânzilor**



Sursa: MFP, calcule proprii

În ceea ce privește implicațiile finanțării bancare, gradul de îndatorare al IMM-urilor este în scădere, dar mult mai ridicat decât al companiilor totale, ceea ce impune o monitorizare a surselor de finanțare a IMM-urilor în scopul asigurării stabilității financiare. Tendința descrescătoare a gradului de îndatorare a IMM-urilor se explică prin ritmul superior de creștere al capitalurilor comparativ cu cel al datoriilor totale. Singurele care fac excepție de la această tendință sunt întreprinderile mijlocii (Grafic 2.9.).

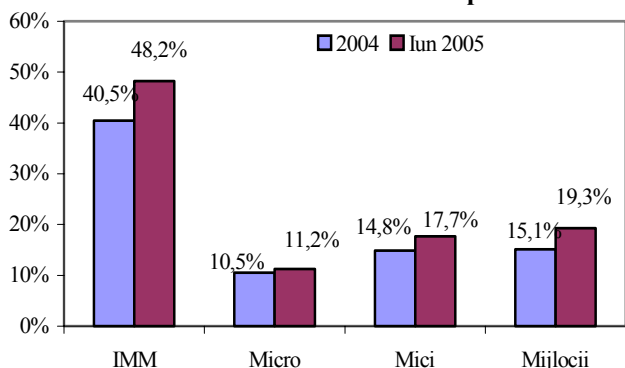
Rata de acoperire a dobânzilor are valori ridicate pentru toate categoriile de IMM-uri, depășind chiar valorile considerate rezonabile de literatura de specialitate<sup>32</sup> (4-5) (Glen 2004). În 2005,

<sup>31</sup> Agenția Națională pentru Întreprinderi Mici și Mijlocii și Cooperatie din România

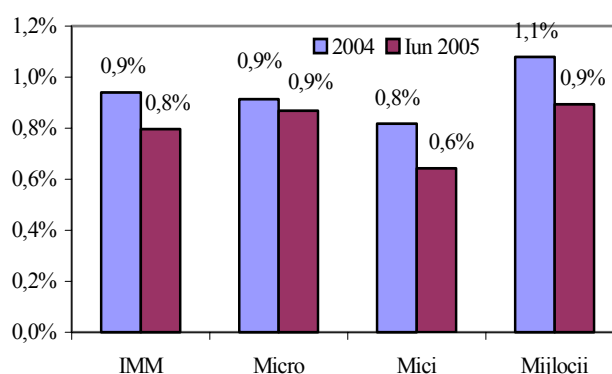
<sup>32</sup> Jack Glen. 2004. Debt and Firm Vulnerability. International Finance Corporation.

tendința este de reducere a acestui indicator, pe fondul creșterii volumului creditului și implicit a cheltuielilor cu dobânzile, dar și datorită unei ușoare diminuări a EBIT-ului (Grafic 2.10).

**Grafic 2.11 – Ponderea creditelor bancare ale IMM-urilor în total credit bancar companii**



**Grafic 2.12. – Rata restanțelor (fără extrabilanțier)**



Sursa: MFP, calcule proprii.

Selectivitatea instituțiilor de credit în alegerea clienților din rândul IMM-urilor face ca rata restanțelor să aibă valori descrescătoare (Grafic 2.11.). O atenție deosebită trebuie acordată întreprinderilor mijlocii, care în prima jumătate a anului 2005 au înregistrat cel mai mare ritm de creștere a creditului bancar (42%), precum și cea mai mare rată a restanțelor (Grafic 2.12).

Nevoia de dezvoltare a IMM-urilor impune accesarea mai facilă a creditului bancar. Cu toate acestea, factori precum lipsa garanțiilor, experiența limitată în domeniul afacerilor, lipsa de informații, slaba eficiență managerială, slaba prezentare a afacerii în contextul cererii de finanțare limitează accesul IMM-urilor la finanțare.

Concluzionând, IMM-urile sunt sensibile la evoluțiile ciclului economic. Astfel, pe fondul unei creșteri economice de excepție, anul 2004 a fost unul prolific pentru IMM-uri, caracterizat prin ritmuri de creștere susținute ale activelor, ale indicatorilor de profitabilitate, precum și de îmbunătățirea indicatorilor de îndatorare și lichiditate. Creșterea economică mai redusă din 2005 s-a reflectat asupra IMM-urilor printr-o diminuare a ritmului de creștere a cifrei de afaceri, a profitului net, a activelor și implicit a indicatorilor de profitabilitate.

Accesarea finanțării bancare de către IMM-uri este redusă dar în creștere, iar ratele restanțelor sunt descrescătoare, astfel încât nu sunt riscuri majore asupra stabilității financiare prin prisma creditării bancare. La nivelul IMM-urilor, datoriile nebancare, au cel mai mare impact potențial asupra stabilității financiare, prin prisma efectului de contagiune. Aceste datorii reprezintă sursa menținerii unui grad foarte ridicat de îndatorare a IMM-urilor, ceea ce poate crea probleme pe viitor. O atenție deosebită trebuie acordată întreprinderilor mijlocii, ce reușesc să se îndeatoreze mai ușor, dar dintre IMM-uri prezintă restanțele cele mai numeroase.

### 3. Este activitatea de export mai riscantă din punct de vedere al stabilității financiare?

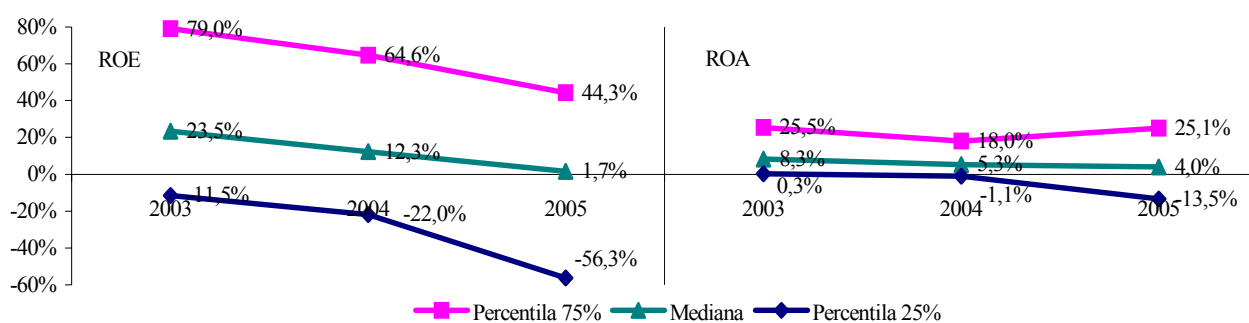
Rolul companiilor de comerț exterior este important pentru contribuția adusă la formarea PIB, adâncirea și buna funcționare a pieței valutare, obținerea de câștiguri din fructificarea avantajelor comparative, etc. În condițiile în care în România gradul de liberalizare a fluxurilor de bunuri, servicii și capital a devenit tot mai mare, impactul negativ al șocurilor externe poate afecta mult mai rapid și direct companiile din comerț exterior. De aceea monitorizarea lor mai atentă din punct de vedere al stabilității financiare capătă o importanță crescută. Analiza s-a realizat pe baza bilanțurilor și conturilor de profit și pierdere a companiilor cu peste 20% din cifra de afaceri realizată din activitatea de export.

În urma calculării indicatorilor de profitabilitate și de lichiditate și a analizării structurii bilanțiere și a contului de profit și pierdere, a rezultat că firmele exportatoare prezintă aceleași caracteristici principale ca și ansamblul companiilor nefinanciare din punct de vedere al stabilității financiare arătate în capitolul 1: (i) riscul prin canalul creditului este redus, dar (ii) riscul de contagiune rămâne important. Riscul valutar este de asemenea ridicat pe fondul creșterii expunerii externe (creșterea datoriei private externe) și a utilizării limitate a instrumentelor de acoperire (*hedging*), deși producția firmelor exportatoare este în mare măsură dependentă de factorii de producție din import.

#### 3.1 Evoluția indicatorilor de soliditate financiară

Anul 2004 a însemnat o îmbunătățire a situației financiare a companiilor exportatoare, profitul net la nivel agregat crescând în termeni reali cu 498,6% (Tabel 3.1), numărul firmelor care au înregistrat pierderi s-a menținut relativ constant (28% din total companii exportatoare). Creșterea profitului a avut la bază mărirea vânzărilor, o pondere semnificativă fiind datorată volumului și doar marginal prețului unitar (în special la produse metalurgice, produse petroliere, mașini, confecții, textile).

Grafic 3.1 – Indicatori de profitabilitate a firmelor exportatoare (pentru 2005 – date anualizate)



Sursa: MFP, Autoritatea Națională a Vămirilor (ANV) și calcule proprii

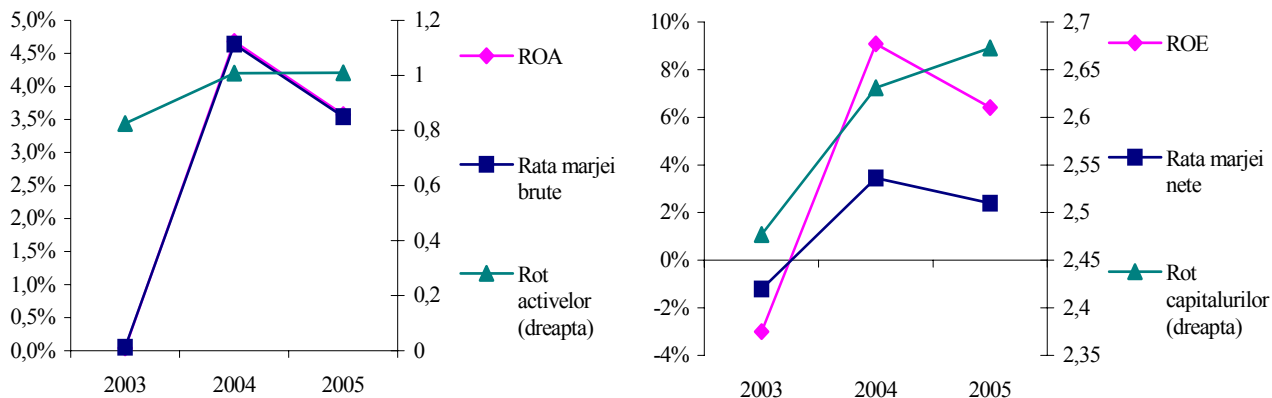
Evoluția mai nefavorabilă a unora din condițiile macroeconomice din prima parte a anului 2005 a dus la o încetinire a ritmului de creștere a cifrei de afaceri, numărul companiilor care au înregistrat pierderi crescând la 40% din total, volumul acestora crescând în termeni reali cu 41%. Cu toate acestea, la nivel agregat profitul net realizat în prima parte a anului 2005 a fost comparabil cu cel realizat la sfârșitul anului 2004.

Profitabilitatea firmelor în 2005 s-a înrăutățit (Grafic 3.1), șocul fiind mai semnificativ pentru firmele slab performante (percentila de 25% scăzând mai puternic decât valoarea mediană).

Comparativ cu rezultatele la nivelul companiilor nefinanciare, în cazul celor exportatoare se observă un decalaj mai mic între rentabilitatea financiară și cea economică ceea ce poate ridica problema unei rezistențe mai scăzute la un șoc extern. Acest lucru are o posibilă explicație costul

mai ridicat al finanțării ca urmare a unui grad mai mare de dependență față de creditele bancare interne în detrimentul celor comerciale (ponderea creditelor bancare în total datorie în cazul firmelor exportatoare fiind superior celorlalte categorii de firme – Grafic 3.6). Alte explicații ar putea fi procesul de recapitalizare și de consolidare a pozițiilor bilanțiere început în 2004, raportul datoriei pe capital scăzând de la 2 în 2003 la 1,6 în 2004 și 2005.

**Grafic 3.2 – Evoluția rentabilității financiare și economice (% , date anualizate)**



Sursa: MFP, ANEIR și calcule proprii

Principala contribuție la creșterea ROE în 2004 a avut-o creșterea eficienței costurilor, respectiv a ratei nete a profitului (veniturile crescând într-un ritm mult mai rapid decât costurile), fiind preluată în 2005 de rotația capitalului și ca urmare a procesului de capitalizare menționat anterior (Grafic 3.2). În cazul rentabilității economice principalul impact în creșterea ROA s-a bazat în exclusivitate pe creșterea ratei marjei brute, eficienței capitalului investit menținându-se constantă (Grafic 3.2).

Scăderea eficienței factorilor de producție în 2005 (Tabel 3.1) s-a datorat creșterii mult mai lente a veniturilor din exploatare comparativ cu cheltuielile cu materiile prime și materialele. Cheltuielile cu mărfurile au scăzut, ca urmare în special a aprecierii monedei, acestea provenind majoritar din import. Scăderea cheltuielilor cu amortizările reflectă reducerea investițiilor începând cu ultimul trimestru al anului 2004, în timp ce cheltuielile de personal au crescut în 2005 în medie cu 3,3% în ciuda scăderii numărului de salariați cu 4%. Un alt efect al aprecierii este cel al creșterii în termeni reali cu 34,3% a cheltuielilor financiare altele decât cele din dobânzi, în timp ce cheltuielile cu dobânzile au crescut cu doar 0,4% pe fondul îmbunătățirii accesului la finanțare externă și, într-o mai mică măsură, ca urmare a scăderii ratei dobânzii interne. Un factor care a contribuit la redresarea situațiilor financiare în 2005 a fost și cel fiscal, cheltuielile cu impozitul pe profit au scăzut cu 80%.

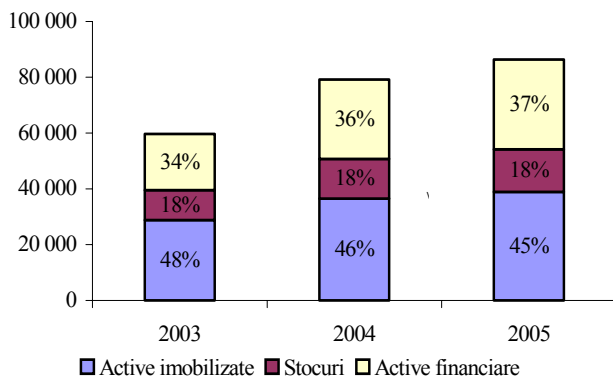
**Tabel 3.1 – Ritmul real de creștere a cifrei de afaceri, profitului de exploatare și a principalelor cheltuieli de exploatare companiilor exportatoare (%)**

	Firme exportatoare	
	2003/ 2004	2005/ 2004
Cifra de afaceri	39,8	4,2
Valoare adăugată	39,5	-4,5
Cheltuieli materiale	45,3	15,3
Cheltuieli cu mărfurile	35,6	-7,5
Cheltuieli de personal	19,8	3,3
Amortizări	76,8	-33,4
Cheltuieli financiare	-13,8	27,3
Ch. cu dobânzile	31,7	0,4
	-21,7	34,3
EBIT	747,9	-22,9
Profit net	498,6	-27,6
Capacitatea de autofinanțare	310,2	-12,2

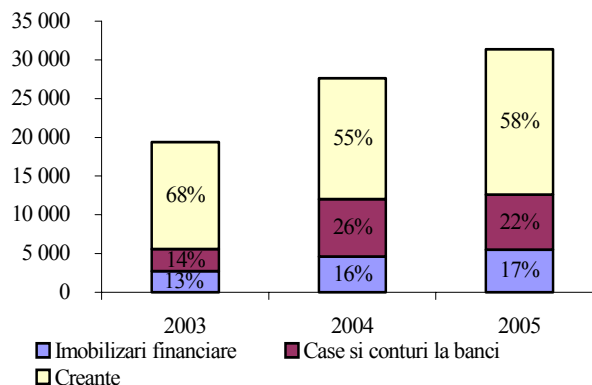
Sursa: MFP, ANV și calcule proprii

Analiza structurii bilanțiere arată o creștere semnificativă a ponderii activelor financiare (și în special a celor cu lichiditate ridicată) în detrimentul celor nefinanciare, companiile preferând păstrarea unei părți mai mari a resurselor în conturi la bănci, (Graficul 3.3), principalele argumente fiind creșterea gradului de incertitudine a mediului economic prin schimbarea politică de la sfârșitul anului 2004, modificarea codului fiscal și trecerea la un regim mult mai flexibil a cursului de schimb.

**Grafic 3.3 – Structura și evoluția (milioane RON) activelor**



**Grafic 3.4.-Structura și evoluția (milioane RON) activelor financiare**



Sursa: MFP, ANV și calcule proprii

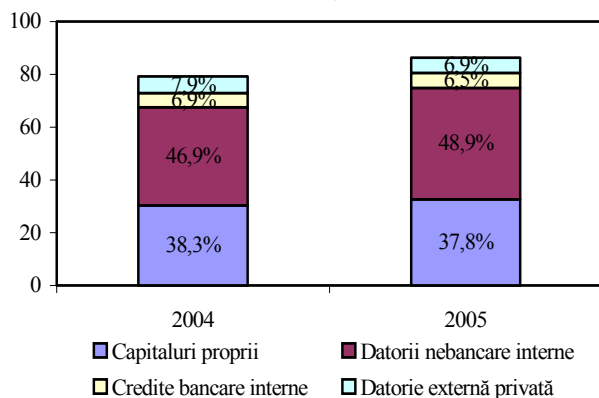
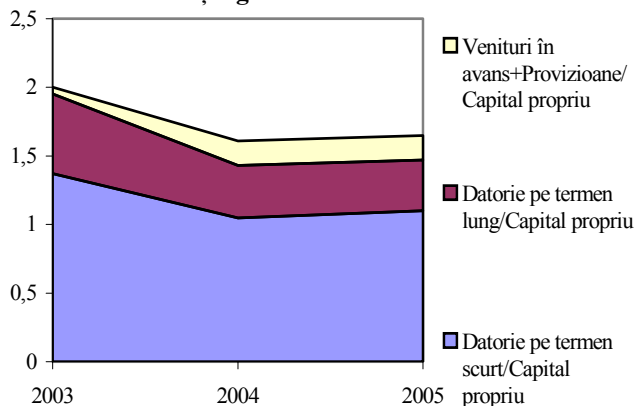
Activele imobilizate (corporale și necorporale) au crescut în termeni reali doar cu 9% în 2004 și respectiv 2% în 2005, pe fondul încetinirii procesului investițional, sugerând o posibilă reducere performanțelor viitoare. Activele financiare au crescut cu 22% și respectiv 8%, cea mai importantă dinamică înregistrând-o casa și conturi la bănci. Astfel, indicatorul de lichiditate s-a îmbunătățit sensibil, crescând de la 1,03 în 2003 la 1,19 în 2004 și 1,16 în iunie 2005.

O altă tendință importantă a fost aceea de reducere a creanțelor în 2004 de la 68% la 55% pe fondul unei profitabilități ridicate și a creșterii lichidității (Grafic 3.4). În 2005, aceasta a înregistrat un ușor recul ca urmare a problemelor cauzate de inundații (în special prin creșterea costurilor de transport și distribuție) și a creșterii prețurilor la energie electrică și gaze care au pus probleme din punct de vedere al posibilităților de achitare imediată a contractelor, în special pentru firmele mici.

### 3.2 Finanțarea companiilor de export

Principalele surse de finanțare în perioada 2003-2005 au fost creditele altele decât cele bancare interne și capitalurile proprii (Grafic 3.5). Datoriile bancare au reprezentat doar 6,5% în 2005 în ușoară scădere față de 2004 (6,9%). Rata creditelor restante este, de asemenea, redusă (0,46% în 2005). După maturități, datoriile pe termen scurt reprezintă 66% din totalul datoriilor (2005), pondere ce s-a menținut relativ constantă în perioada analizată, ceea ce arată că majoritatea finanțărilor (inclusiv bancare) sunt pentru nevoi de trezorerie și mai puțin pentru finanțarea de noi investiții și re tehnologizarea unităților existente. Nivelul creditelor destinate special finanțării activității de export se menține la un nivel relativ redus, doar 16% din totalul creditelor acordate persoanelor juridice fiind absorbite de acest sector.



**Grafic 3.5 – Structura și evoluția (mld RON) pasivelor****Grafic 3.6-Evoluția gradului de îndatorare**

Sursa: MFP, ANV și calcule proprii

În perioada 2003-2004, gradul de îndatorare s-a diminuat, concomitent cu scăderea ponderii creditelor bancare în total datorii ca urmare a creșterii nivelului datoriilor nebancale<sup>33</sup>.

În ceea ce privește capacitatea firmelor de rambursare a cheltuielilor cu dobânzile (ICR) se observă o îmbunătățire a acesteia în anul 2004 urmată de un declin în prima jumătate a anului 2005.

În concluzie, deși gradul de îndatorare a crescut și capacitatea de rambursare a datoriilor în cazul firmelor exportatoare s-a înrăutățit în prima parte a anului 2005 (tendință mult mai pronunțată în cazul firmelor de export direct), riscurile la nivelul sectorului bancar rămân limitate, cele mai importante fiind cele generate de blocajul financiar (riscul de contagiune) și de creșterea expunerilor externe, piața creditelor bancare interne fiind încă slab dezvoltată.

### 3.3. Analiza sectorială

Pentru o analiză și mai detaliată a situațiilor financiare a companiilor de comerț exterior, am calculat indicatorii de profitabilitate și de expunere a sectorului bancar pentru principalele sectoare industriale corespunzător structurii exporturilor (Graficul 3.7).

Astfel industria prelucrării lemnului și a mobilei a cunoscut cea mai severă deteriorare a profitabilității, majoritatea firmelor din acest sector făcând parte din categoria exportatorilor direcți. Creșterea prețurilor la intern cu materiile și materialele, a costurilor cu personalul și a celor cu energia și a cheltuielilor de distribuție s-au reflectat în scăderea ratei brute a profitului. Capacitatea de autofinanțare și cea de acoperire a dobânzilor au scăzut. De asemenea, gradul de îndatorare al acestui sector este cel mai ridicat din industrie, de 2,92 în iunie 2005, dar expunerea sectorului bancar pe această industrie rămâne limitată de doar 3% din total credite bancare interne acordate persoanelor juridice.

Industria textilă, a înregistrat de asemenea o deteriorare a profitabilității, nu la fel de severă ca în cazul industriei lemnului, mare parte a activității acestui sector bazându-se pe producția în sistem indirect. Printre cauzele care au determinat reducerea profitabilității în acest sector fiind creșterea costurilor cu mărfurile și a celor de personal. De asemenea, pierderile de personal la nivelul sectorului textil a fost de 12%, comparativ cu 6% în cazul industriei prelucrării lemnului și a mobilei.

În industria metalurgică deteriorarea profitabilității s-a realizat de asemenea pe fondul creșterii cheltuielilor cu materiile prime, materialele, energia și personalul (dar și ca urmare a angajărilor, numărul de salariați crescând cu aproximativ 10%) pe fondul creșterii prețului la principalele metale.

Odată cu accentuarea trendului de apreciere a monedei este posibil ca multe din firmele românești exportatoare, pentru industriile unde acest lucru este posibil – industria ușoară și cea a lemnului și

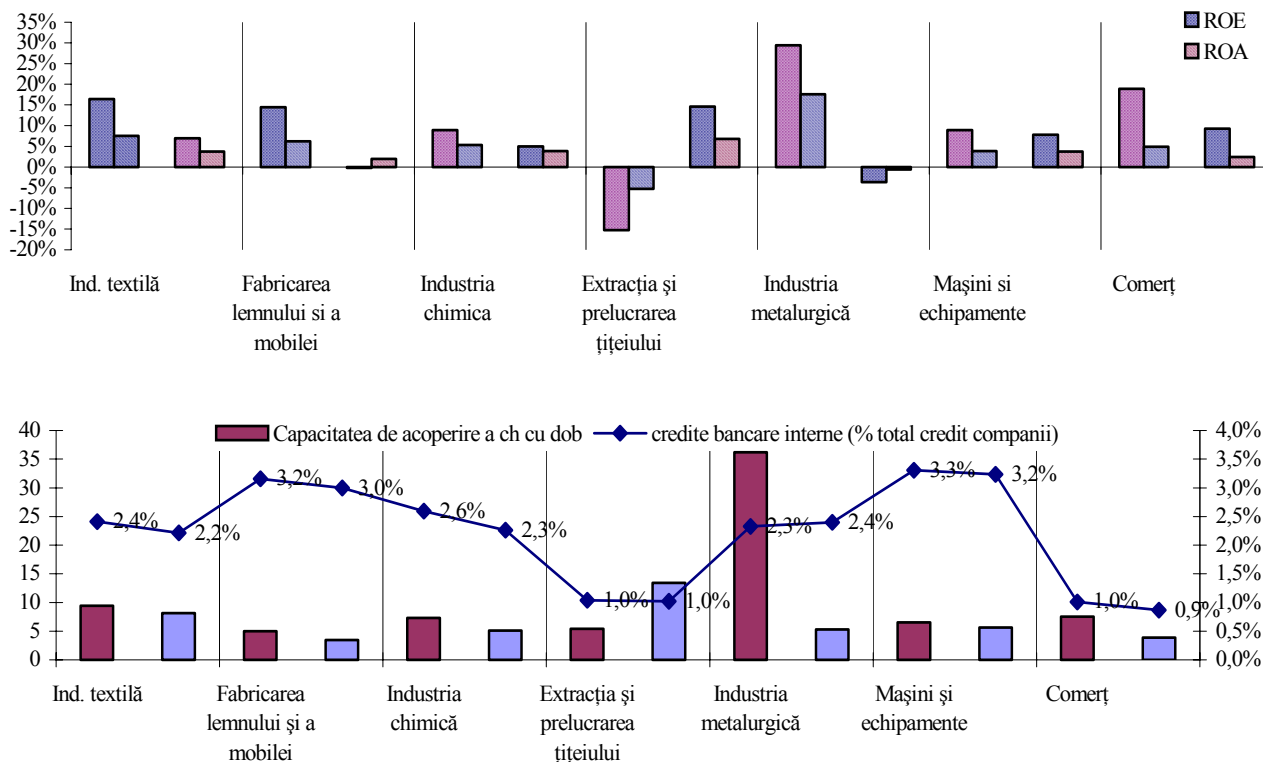
<sup>33</sup> Inclusiv provizioanele pentru riscuri



prelucrării mobilei în special – să înceapă orientarea producției pe plan intern. Această modificare va presupune o serie de costuri, în special legate de distribuția și vânzarea produselor, ceea ce va angrena creșterea veniturilor sectorului serviciilor dar și costuri de adaptarea producției la cerințele pieței interne. De asemenea, unele firme au început investirea în propria rețea de distribuție. Aceste costuri suplimentare se vor transfera în prețurile produselor, ceea ce pune problema dacă piața internă va putea să absoarbă toate aceste investiții. Totodată reorientarea către piața internă va crea bunuri substituibile bunurilor importate contribuind la reducerea importurilor.

O altă strategie adoptată de firmele exportatoare este aceea de extindere în țările din Centrul și Estul Europei, ca urmare a costurilor relativ mici de intrare pe piețele din regiune și a cererii mari neacoperită de producția internă. Ponderea exportului către UE-15 a scăzut în 2005 la 59,4% față de 65,5% în 2004 în timp ce ponderea către noile țări membre a crescut la 8,2% față de 7,4%.

**Grafic 3.7 – Exportatori: indicatori de profitabilitate (primul grafic) și expunere a sectorului bancar (al doilea grafic) - în 2004 (în roșu) 2005 (în albastru)**



Sursa: MFP, ANV și calcule proprii

Trecerea la un regim valutar mult mai flexibil a determinat creșterea costurilor din operațiuni valutare îndeosebi a firmelor care exportă pe baza producției interne. În aceste condiții devine esențială utilizarea de instrumente pentru acoperirea riscului valutar.

#### 4. Concluzii

La nivel agregat, riscurile induse de companiile din România asupra stabilității financiare sunt moderate, nepresupunând îngrijorări deosebite. Evoluțiile macroeconomice favorabile din ultimii ani, precum și continuarea procesului de restructurare a economiei au condus la o îmbunătățire a solidității companiilor nefinanciare, care s-a concretizat în (i) consolidarea poziției lor bilanțiere, (ii) creșterea profitabilității, (iii) reducerea costului îndatorării, (iv) creșterea ușoară a indicatorului privind efectul de levier, dar în contextul (v) sporirii capacității de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile și de (vi) o îmbunătățire a lichidității. Aceste evoluții favorabile trebuie însă privite cu o anumită prudență pentru că analiza nu a surprins comportamentul companiilor de-a lungul unui ciclu economic, iar anul 2004 (inclus în analiză) a fost unul deosebit din punctul de vedere al creșterii economice.

Pentru a analiza companiile prin prisma stabilității financiare, am identificat eventualele provocări prin sfera următoarelor două probleme: (i) capacitatea companiilor de a face față unui șoc negativ, de a nu-l amplifica în sistem sau de a nu genera la rândul lor unul și (ii) eficiența sistemului financiar în alocarea resurselor către sectorul companiilor.

Cele mai riscante companii din perspectiva probabilității de nerambursare a datoriilor către bănci (folosind un model de tip *logit*) sunt cele din sectorul agriculturii, la cealaltă extremă aflându-se companiile din servicii și comerț. Calculând valoarea datoriei la risc, am obținut că expunerile actuale ale instituțiilor de credit către respectivele sectoare economice nu ridică preocupări deosebite din punctul de vedere al stabilității financiare, dar o vigilență mai mare trebuie avută față de evoluția posibilă a datoriei la risc a companiilor din industrie și energie.

Companiile nefinanciare se finanțează în proporție covârșitoare prin credite altele decât cele bancare (peste 80%, iunie 2005). Această valoare ridică problema atât a capacității companiilor de a construi proiecte viabile pentru care solicită finanțări, cât și a capacității sistemului financiar de a aloca eficient resursele disponibile către acești solicitanți. Finanțarea companiilor din afara sectorului bancar este periculoasă, întrucât nu poate fi ținută sub control și poate conduce la o creștere a arieratelor. Ponderea redusă a creditelor bancare interne în totalul datoriilor companiilor (aproximativ 8 la sută) creează și un nivel al asimetriei informaționale mai mare, ceea ce poate avea implicații negative asupra disciplinei în onorarea obligațiilor financiare.

Soluțiile identificate în direcția îmbunătățirii disciplinei se referă la modificarea legislației astfel încât: (i) drepturile creditorilor să crească și (ii) cei care nu-și onorează obligațiile decurgând din emiterea de instrumente de plată să fie penalizați mai sever (de exemplu, prin publicarea listei companiilor care au incidente la plată și interzicerea emiterii de noi instrumente de plată pe o perioadă mai lungă de timp pentru acele companii care au înregistrat un număr mai mare de asemenea incidente). Rezultatul promovării unor asemenea măsuri l-ar putea constitui creșterea rolului creditului bancar în finanțarea datoriilor. Pentru că un efect al măsurilor propuse ar fi reducerea rentabilității capitalurilor ca urmare a creșterii costului cu levierul, credem că măsurile prezentate ar trebui implementate în această perioadă când soliditatea companiilor este bună și, prin urmare, pot suporta un eventual șoc negativ.

Companiile au devenit în 2005 creditor net în sectorul bancar românesc, volumul depozitelor fiind superior creditelor primite. Pe de altă parte, dacă luăm în considerare și împrumuturile bancare externe, companiile înregistrează o poziție de debitor net, dar tot în scădere. Această diminuare a constrângerilor de lichiditate face companiile să fie și mai imune la modificările ratelor de dobândă, ceea ce îngreunează conducerea politicii monetare. Din perspectiva stabilității financiare, o lichiditate în creștere pentru companii este benefică, în măsura în care nu ascunde un comportament mai puțin eficient al companiilor privind trezoreria.

Companiile au capacitatea de a absorbi un șoc negativ pe rata dobânzii interne sau pe costurile salariale. Astfel, având în vedere: (i) ponderea mică atât a cheltuielilor cu dobânzile în totalul cheltuielilor companiilor (1.13%), precum și a creditelor bancare în total datorii, (ii) preponderența

creditelor denumite în valută și (iii) diminuarea constrângerilor de lichiditate în cazul companiilor nefinanciare din România, este foarte posibil ca un șoc pe rata dobânzii interne să nu determine reacții deosebite în economia reală. La rândul lor, cheltuielile cu personalul au crescut în aceeași măsură cu cheltuielile de exploatare, astfel încât ponderea lor în total (10%) s-a menținut relativ constantă. Cuantificarea efectului negativ al unui șoc pe cursul de schimb este mai dificil de realizat din lipsa informațiilor relevante. Având în vedere că ponderea datoriei private externe și a creditelor bancare interne în valută este relativ mare (aproape 14 la sută din totalul datoriei în iunie 2005), este posibil ca un șoc pe cursul de schimb (în direcția deprecierei) să genereze efecte adverse sistemice, din perspectiva analizei bilanțiere.

O discuție specială am alocat-o evoluției finanțării companiilor prin credite bancare contractate din exterior. Volumul acestui tip de finanțare a crescut în perioada analizată cu aproape 40 la sută, ajungând la peste 4 mld EUR (din care datoria privată public garantată reprezenta 57 la sută, iunie 2005). Aceste valori sunt importante, reprezentând aproximativ 50 la sută din creditul guvernamental intern. Din perspectiva capacității sectorului bancar românesc de a aloca eficient resursele structural excedentare pe care le deține, se pune întrebarea de ce nu a fost posibilă intermedierea într-o măsură mai mare a respectivelor fluxuri de către sistemul financiar românesc.

În cazul IMM-urilor am constatat o îmbunătățire a indicatorilor de profitabilitate, îndatorare, lichiditate și o creștere susținută a activului. Accesarea finanțării bancare de către IMM-uri este redusă, dar în creștere, iar ratele restanțelor sunt descrescătoare, astfel încât nu sunt riscuri majore asupra stabilității financiare prin prisma creditării bancare. În schimb, datoriile nebancare au cel mai mare impact potențial asupra stabilității financiare, prin prisma efectului de contagiune. În viitor, credem că instituțiile de credit își vor crește expunerea pe IMM-uri întrucât (i) cota de piață aferentă corporațiilor este deja stabilită, (ii) puterea de negociere a IMM-urilor este mult mai redusă iar (iii) finanțarea acestora poate determina o dispersie a riscului. Se pare că mărimea contează, pentru că IMM-urile, deși au rezultate mai bune decât corporațiile, acestea sunt mai volatile și în unele cazuri înregistrează evoluții descrescătoare. În ceea ce privește corporațiile, acestea produc o valoare adăugată mai mare decât IMM-urile, iar expunerea sectorului bancar este la rândul ei superioară.

Condițiile macroeconomice favorabile au determinat de asemenea o consolidare a situației financiare a celor mai importante companii care activează în domeniul comerțului exterior. Principalele surse de finanțare ale acestora sunt creditele nebancare și capitalurile proprii.

### Definirea indicatorilor financiari-contabili de evaluare a performanțelor companiilor nefinanciare, utilizați în cadrul studiului

- a) Valoarea adăugată (VA)=Producția exercițiului - Consumuri externe

*Valoarea adăugată* este unul dintre cei mai importanți indicatori de evaluare a performanțelor unei companii; acesta evidențiază ceea ce întreprinderea aduce în plus față de ceea ce aceasta a investit. Acest surplus este produs de: (i) salariați (factorul muncă), (ii) mașini utilaje și alte echipamente (factorul capital), (iii) statul – este cel care asigură infrastructura, (iv) băncile care permit expansiunea economică prin acordarea de credite, (v) asociații sau acționarii (care sunt la originea creării întreprinderii) și (vi) compania însăși (prin autofinanțare).

*Toți acești factori contribuie la fabricarea produselor finite, iar prin intermediul valorii adăugate se permite remunerarea lor.*

- b) EBITDA=VA+Subvenții de exploatare+Alte venituri din exploatare - Cheltuieli de personal - Alte cheltuieli de exploatare

*EBITDA (Earnings before interest taxes depreciation and amortisation)* este utilizat pentru a evalua profitabilitatea unei companii eliminând efectele politicilor de finanțare, contabile și fiscale.

- c) Profit din exploatare=EBITDA – Amortizare

*Profitul din exploatare* cuantifică performanțele companiilor privind activitatea lor proprie (fără a lua în considerare operațiunile financiare și excepționale).

- d) EBT=Profit din exploatare+Venituri financiare - Cheltuieli financiare + Rezultatul excepțional

*EBT (Earnings before taxes)* analizează profitabilitatea unei companii eliminând efectul politicii fiscale.

- e) Profit net=EBT – Impozit

*Profitul net* reprezintă o măsură a profitabilității după remunerarea tuturor factorilor (cu excepția acționarilor) care au contribuit la realizarea producției.

- f) EBIT=Profit net + Dobânzi+ Impozit

*EBIT (Earnings before interest and taxes)* – măsură de profitabilitate care evidențiază capacitatea unei companii de a remunera băncile, statul, acționarii și activitatea proprie (prin autofinanțare).

- g) Capacitate de autofinanțare= Profit net+Amortizare

*Capacitatea de autofinanțare* reprezintă o sursă internă potențială de care compania dispune prin intermediul profiturilor și a cheltuielilor cu amortizarea.

- h) Rata profitului 1 (PM1)=
$$\frac{EBITDA}{CifraAfaceri}$$

- i) Rata profitului 2 (PM2)=
$$\frac{EBIT}{CifraAfaceri}$$

- j) Rentabilitatea activelor (sau rentabilitatea economică) (ROA)=
$$\frac{EBIT - \text{Im pozit}}{ActivTotal}$$

- k) Rata marjei brute=
$$\frac{EBIT - \text{Im pozit}}{Cifra de afaceri}$$

- l) Rotația activelor (AU) =  $\frac{Cifra\ de\ afaceri}{ActivTotal}$
- m) Rentabilitatea capitalurilor (sau rentabilitatea financiară) (ROE) =  $\frac{Pr\ ofitNet}{Capitaluri\ Pr\ oprii}$
- n) Rata marjei nete =  $\frac{Pr\ ofitNet}{CifraDeAfaceri}$
- o) Rotația capitalurilor =  $\frac{CifraDeAfaceri}{Capitaluri\ Pr\ oprii}$
- p) Capacitatea de acoperire a cheltuielilor cu dobânzile (ICR) =  $\frac{EBIT}{ChDobânzi}$
- q) Grad de îndatorare (Levier1) =  $\frac{DatoriiTotale}{Capitaluri\ Pr\ oprii}$
- r) Levier2 (D2A) =  $\frac{DatoriiTotale}{ActiveTotale}$
- s) Costul îndatorării = Cheltuieli cu dobânzile / Datorii totale
- t) Rata Curentă (CR) =  $\frac{ActiveCurente}{DatoriiCurente}$
- u) Testul Acid =  $\frac{ActiveCurente - Stocuri}{DatoriiCurente}$
- v) Rata lichidității imediate (MR) =  $\frac{InvestițiiFinanciareTermenScurt + Casa\ \text{Și}\ ConturiBănci}{DatoriiCurente}$
- w) Restanțe = Restanțe furnizori + Restanțe față de stat + Restanțe față de sectorul bancar + Restanțe față de alți creditori
- x) Rata restanțelor (Rrest) =  $\frac{Restanțe}{DatoriiTotale}$