

BANCA
NAȚIONALĂ
A ROMÂNIEI

Caiete de studii Nr. 61

Simona Ichim ▪ Alin Vid

Imaginea standard
și tiparul companiilor de succes
din România

CAIETE DE STUDII

Nr. 61

Martie 2024

NOTĂ

Opiniile prezentate în această lucrare aparțin în întregime autorilor și nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.

Toate drepturile rezervate. Reproducerea informațiilor este permisă numai în scopuri educative și necomerciale și numai cu indicarea sursei.

ISSN 1584-0883 (versiune online)

Imaginea standard și tiparul companiilor de succes din România

Simona Ichim*

Alin Vid**

* Simona Ichim, FRM, Banca Națională a României, Direcția stabilitate financiară.

** Alin Vid, Banca Națională a României, Direcția stabilitate financiară.

Cuprins

Rezumat	7
<hr/>	
1. Context și motivație	9
<hr/>	
2. Metodologia de identificare a companiilor de succes	10
<hr/>	
3. Caracteristicile companiilor de succes	12
<hr/>	
3.1. Performanța și sănătatea economico-financiară a companiilor de succes	13
3.2. Structura pasivului și modul de finanțare a companiilor de succes	14
3.3. Importanța educației financiare pentru succesul firmei	16
<hr/>	
4. Analiza factorilor ce determină succesul firmei	19
<hr/>	
4.1. Probabilitatea de succes pentru întreaga populație de firme de succes pe baza unui eșantion de control similar sondajului FCNEF	20
4.2. Probabilitatea de succes pentru firmele din eșantionul sondajului FCNEF	25
<hr/>	
5. Concluzii	31
<hr/>	
Bibliografie	33
<hr/>	
Anexă	35

Rezumat

Lucrarea prezentă propune o metodologie de identificare a companiilor de succes, pe baza unor criterii de desfășurare sănătoasă a activității unei firme, inclusiv prin evidențierea aportului educației financiare și nivelului de instruire a conducerii executive la succesul companiilor. Pe baza unei analize econometrice de tip regresie logistică au fost identificate o serie de caracteristici care conturează imaginea standard a firmei de succes în România. Conform rezultatelor, printre caracteristicile esențiale care definesc companiile de succes, indiferent de sectorul de activitate, se numără nivelul de instruire a conducerii executive a firmei, nivelul de educație financiară (alfabetizare financiară și digitalizare), precum și gradul de capitalizare și tiparul de finanțare ale firmei. În plus, o serie de alți factori calitativi, care se concretizează în capacitatea firmei de a supraviețui pe o perioadă îndelungată și de a se adapta schimbărilor inerente de-a lungul ciclurilor economice și financiare, prezintă o importanță crescută pentru succes.

Cuvinte-cheie: educație financiară, companii nefinanciare, capitalizare, regresie logistică, probabilitate de succes

Coduri de clasificare JEL: L25, D22, M21

1. Context și motivație

Sectorul companiilor nefinanciare din România este caracterizat de o serie de deficiențe importante. Două vulnerabilități structurale sunt persistente, respectiv un grad foarte scăzut de intermediere financiară și un nivel necorespunzător al capitalizării firmelor (Georgescu, 2018), ambele fiind în strânsă legătură cu gradul modest de educație financiară a antreprenorilor. Firmele subcapitalizate, a căror pondere se menține semnificativă, au un acces limitat la sursele de finanțare, nu pot realiza investiții, afectează productivitatea și reduc eficiența alocării resurselor în economie. În aceste condiții, identificarea unor caracteristici care să contureze imaginea unei companii de succes poate fi utilă din multiple perspective.

Succesul unei firme este influențat de o serie de factori organizaționali, cum ar fi dimensiunea, istoricul și structura firmei, precum și de aspecte legate de contextul socioeconomic și cadrul tehnologic, dar și motivația și abilitățile resurselor umane.

Opiniile existente în literatura de specialitate cu privire la importanța factorului uman, în special a conducerii, asupra performanței firmei sunt mixte. Teoria economică neoclasică consideră membrii conducerii executive ca fiind înlocuitori omogeni și perfecți între ei (Bertrand și Schoar, 2003), în timp ce ipoteza talentului managerial susține faptul că managerii influențează performanța firmei (Hubbard și Palia, 1995). Bollen *et al.* (2005) subliniază faptul că relația dintre capitalul uman și performanța companiei este complicată și diferă între industrii, în funcție de gradul de concurență, cele mai puternice legături fiind regăsite în sectoarele care sunt caracterizate de condiții de competitivitate extremă. Mai mult, Darmadi (2013) dovedește faptul că nivelul calificării membrilor consiliului de administrație și a CEO contează, într-o anumită măsură, în explicarea fie a rentabilității economice (ROA), fie a indicatorului Q al lui Tobin¹. În plus, conform rezultatelor acestuia, firmele în cazul cărora conducerea executivă a absolvit universități prestigioase au rezultate semnificativ mai bune decât cele a căror conducere nu deține astfel de calificări. Pe baza unui set de firme din Grecia, Magoutas *et al.* (2012) pune în evidență faptul că, după controlarea pentru factori precum, dimensiunea firmei, investiții și eficiență, capitalul uman are un impact pozitiv și semnificativ asupra ratelor de creștere ale firmelor.

Conform rezultatelor primei runde a evaluării cunoștințelor financiare ale antreprenorilor², educația financiară la nivelul firmelor din România are spațiu ridicat de îmbunătățire, în special în ceea ce privește cunoașterea și utilizarea produselor și serviciilor financiare, dar și pe segmentul digitalizării, atât din perspectiva derulării activităților financiare, cât și din punct de vedere al elementelor specifice desfășurării afacerii. În plus, modelul de finanțare al firmelor autohtone generează o serie de vulnerabilități importante pentru economia românească. Firmele românești apelează într-o mai mare măsură la resursele financiare interne pentru finanțarea activității comparativ cu firmele din Uniunea Europeană (70 la sută² vs. 17 la sută³) și apelează mai puțin la

¹ Tobin's Q se calculează ca raport între valoarea de piață și activul total.

² Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România, iunie 2023

³ ECB/EU BNR Survey on the access to finance of enterprises Analytical Report 2023

finanțarea prin credit bancar (8 la sută vs. 13 la sută) sau prin descoperit de cont sau linii de credit (11 la sută vs. 26 la sută).

Având în vedere aceste aspecte, cu scopul sprijinirii schimbării structurale a economiei înspre una cu valoare adăugată superioară, inclusiv prin folosirea mai amplă a fondurilor europene, îmbunătățirii educației financiare a antreprenorilor și pentru creșterea pregătirii profesionale a salariaților din sistemul financiar și diversificării în mod sustenabil a surselor care ar putea majora intermedierea financiară, Comitetul Național pentru Supravegherea Macroprudențială (CNSM) a emis Recomandarea CNSM nr. R/3/2022 privind creșterea sustenabilă a intermedierei financiare⁴. În acest context, Banca Națională a României a demarat un plan de acțiune pentru creșterea educației financiare a antreprenorilor din România, concretizat în proiectul *Antreprenoriat de TOP*⁵, care vizează, printre alte obiective, identificarea imaginii standard și a tiparului firmelor de succes și popularizarea trăsăturilor pe care aceste companii le au. Acest demers presupune evidențierea bunelor practici care au dat roade în mod concret în economia României.

2. Metodologia de identificare a companiilor de succes

În literatura de specialitate nu există o definiție clară pentru tipologia companiilor de succes. Metodologiile existente se concentrează în special pe firmele cu creștere ridicată (engl. *high-growth firms*), însă și acestea au înregistrat modificări semnificative de-a lungul timpului, inclusiv în ceea ce privește tipul de firme studiate, precum și măsura și modul de creștere (Demir *et al.*, 2016).

O metodologie larg acceptată este cea dezvoltată de Organizația pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OCDE), care este aplicată parțial și în analiza prezentă pentru unul dintre criteriile de identificare. OCDE definește firmele cu creștere ridicată (engl. *high-growth firms*)⁶ astfel: companiile cu o creștere anualizată mai mare de 20 la sută pe an, pe o perioadă de trei ani; creșterea poate fi măsurată după numărul de angajați sau după cifra de afaceri. De asemenea, definiția prevede și faptul că ar trebui luate în considerare doar companiile care au mai mult de 10 angajați, indiferent de indicatorul de creștere ales.

Heidemann (2018) realizează o trecere în revistă a literaturii de specialitate privind subiectul firmelor cu creștere ridicată. Astfel, dintr-o serie de 32 de lucrări științifice

⁴ Analiza grupului de lucru CNSM pentru creșterea sustenabilă a intermedierei financiare poate fi găsită la adresa <http://www.cnsm.ro/res/ups/Raport-CNSM-privind-intermedierea-financiara-2022.pdf>

⁵ <https://www.bnr.ro/Antreprenoriat-de-TOP-27214.aspx>

⁶ *Manualul Eurostat-OCDE privind statistica demografiei afacerilor*, 2007, disponibil la: <https://www.oecd.org/sdd/39974588.pdf>

analizate, publicate începând cu anul 1990, aproape jumătate dintre acestea utilizează definiția OCDE sau una similară pentru identificarea companiilor cu creștere rapidă.

Totuși, în identificarea firmelor de succes trebuie ținut cont de efectul de dimensiune (*size effect*), care, așa cum este definit de Crain (2011), se referă la faptul că firmele de dimensiuni mai mici au randamente mai mari decât firmele de dimensiuni mari, în medie, pe orizonturi lungi de timp.

Având în vedere scopul demersului nostru, vom considera companii de succes firmele care s-au menținut active pe o perioadă de timp îndelungată (2007-2022), care prezintă în tot acest parcurs indicatori de sănătate financiară adecvați, respectiv sunt capitalizate corespunzător, nu au intrat în stare de insolvență, nu au înregistrat credite neperformante, au consemnat rezultate nete pozitive, dețin peste 10 salariați și îndeplinesc în perioada analizată o adaptare a criteriului de firmă cu creștere ridicată (*high-growth firm*), respectiv o creștere anuală a cifrei de afaceri de minimum 20 la sută, pe parcursul a trei ani, însă fără restricția ca aceștia să fie consecutivi. Aceste firme joacă un rol important prin contribuția în mod constant și semnificativă la creșterea și dezvoltarea economică la nivel național. Conform OCDE, creșterea ridicată reprezintă o etapă tranzitorie în viața unei întreprinderi, un eveniment excepțional care poate apărea pe durata de viață a oricărei întreprinderi și nu poate constitui singurul criteriu de identificare a unei firme de succes.

Criteriul legat de supraviețuirea în timp a firmei este esențial, vârsta firmei fiind o variabilă relevantă care trebuie luată în considerare în mod adecvat în studiile teoretice și empirice care cercetează determinanții performanței firmelor. Spre exemplu, Anyadike-Danes și Hart (2017) arată că două treimi dintre firme mor în primii cinci ani de la naștere și, deși șansele de supraviețuire se îmbunătățesc după vârsta de cinci ani, doar 10 la sută dintre acestea supraviețuiesc până la vârsta de 15 ani. Prin urmare, perioada de timp avută în vedere în cadrul analizei include atât criza financiară din 2007-2008, cât și multiplele crize din perioada recentă (criza sanitară, criza energetică, criza legată de invazia rusă în Ucraina etc.). Literatura de specialitate a demonstrat faptul că factori precum comportamentul adaptiv organizațional și/sau schimbările în modelul de afaceri sunt elemente-cheie pentru supraviețuirea firmelor (Cucculelli și Peruzzi, 2020) și pentru performanța acestora în timpul unei crize (Makkonen *et al.*, 2014). Astfel, companiile care au reușit să depășească toate aceste episoade dificile pot fi clasificate cu siguranță drept companii de succes.

Prin urmare, criteriile propuse pentru identificarea companiilor de succes din România în analiza prezentă sunt următoarele:

1. firma să fie activă în perioada 2007-2022;
2. firma să aibă cel puțin 10 angajați în toată perioada analizată;
3. firma să nu înregistreze capitaluri sub nivelul prevăzut de lege în toată perioada analizată;
4. firma să nu înregistreze credite neperformante (întârzieri la plată mai mari de 90 de zile) pe toată perioada analizată;

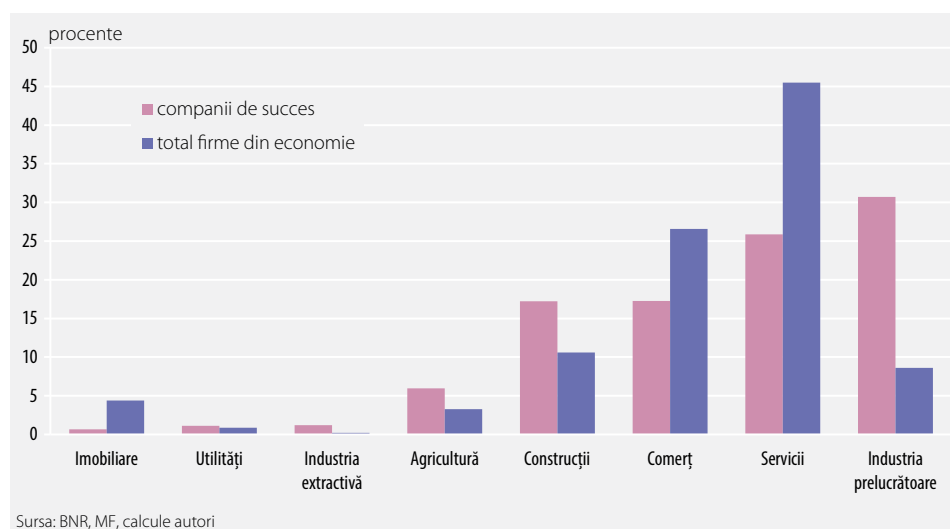
5. firma să nu se afle în procedură de insolvență în toată perioada analizată;
6. firma să fi obținut rezultat net pozitiv în fiecare an din cei analizați;
7. firma să fi îndeplinit cel puțin o dată în perioada analizată criteriul pentru firmă cu creștere ridicată (*high-growth firm*) pornind de la definiția OCDE, respectiv să fi înregistrat o creștere anuală a cifrei de afaceri de peste 20 la sută pe parcursul a trei ani (însă nu neapărat consecutivi) din cei analizați.

În vederea aplicării metodologiei, au fost utilizate situațiile financiare depuse de companii la Ministerul Finanțelor în perioada 2007-2022, date din Centrala Riscului de Credit, precum și alte informații colectate sau publicate de Banca Națională a României.

3. Caracteristicile companiilor de succes

Prin aplicarea metodologiei descrise anterior, au fost identificate 2 642 de companii de succes. Conform situațiilor financiare pentru anul 2022, companiile de succes generează 9 la sută din valoarea adăugată brută la nivel național, angajau 7 la sută din totalul salariaților companiilor nefinanciare și dețineau 7 la sută din activele totale, deși reprezintă numai 0,3 la sută din numărul total al firmelor din economie.

Grafic 1. Distribuția pe sectoare de activitate a companiilor de succes vs. total firme din economie (2022)



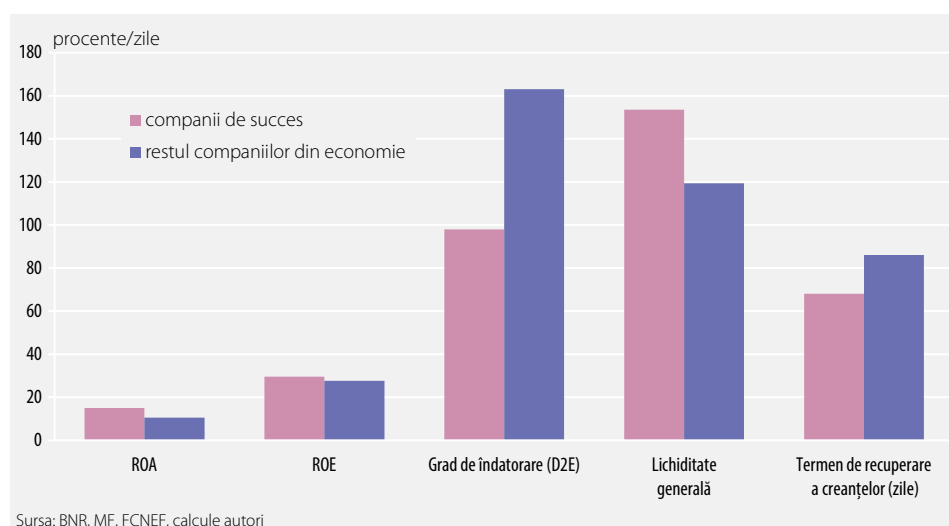
Distribuția companiilor de succes în funcție de sectorul de activitate este ușor diferită de cea a tuturor companiilor nefinanciare (Grafic 1). Astfel, dintre companiile de succes, cea mai importantă pondere este deținută de companiile care activează în sectorul industrial (31 la sută, 811 companii). Acest sector este urmat de cel al serviciilor, care are o pondere de 26 la sută (683 de companii) și de sectorul comerțului, cu o pondere de 17 la sută (456 de companii). Sectorul de activitate care înregistrează cea mai redusă pondere a companiilor de succes este sectorul imobiarelor.

Din perspectiva dimensiunii, cele mai multe companii de succes se încadrează în categoria întreprinderilor mici (aproximativ 63 la sută, 1,7 mii companii), urmate de cele mijlocii (28 la sută, circa 800) și de corporații (8 la sută, 221 companii), similar distribuției firmelor la nivel agregat.

3.1. PERFORMANȚA ȘI SĂNĂTATEA ECONOMICO-FINANCIARĂ A COMPANIILOR DE SUCCES

În ceea ce privește performanța și sănătatea economico-financiară a companiilor identificate ca fiind de succes, analiza principalilor indicatori arată un tipar al principalelor caracteristici care susțin capacitatea acestora de a rezista pe piață (Grafic 2).

Grafic 2. Indicatori de sănătate economico-financiară a companiilor de succes vs. restul companiilor nefinanciare (2022)

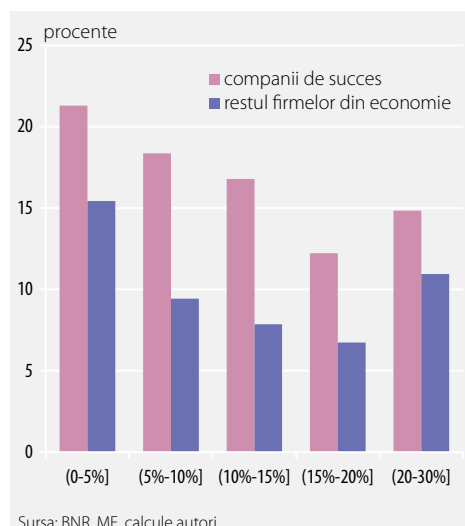


Companiile de succes prezintă o capacitate de a genera profituri, măsurată prin indicatorul de rentabilitate a activelor (ROA – *return on assets*), mai mare decât cea a restului companiilor nefinanciare. Astfel, companiile de succes au înregistrat în anul 2022 o rentabilitate a activelor de 15 la sută, cu 4,5 puncte procentuale mai ridicată decât cea a restului companiilor nefinanciare. Distribuția ROA pune în evidență o pondere mai ridicată a companiilor de succes care înregistrează niveluri ridicate ale ROA, pe toate intervalele analizate (Grafic 3).

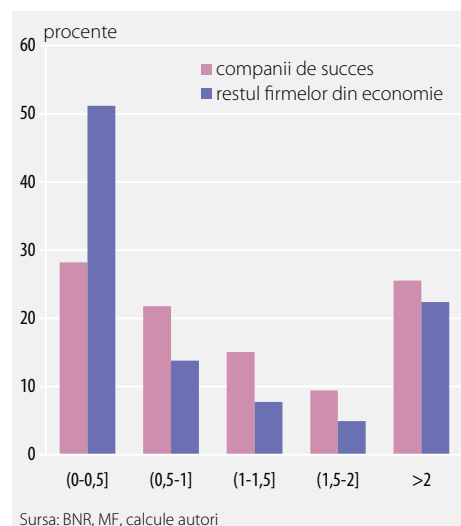
De asemenea, companiile de succes au un grad de îndatorare mai scăzut față de restul companiilor (Grafic 4). În anul 2022, gradul de îndatorare a companiilor de succes (calculat ca raport între datorii și capital – DZE – *debt-to-equity*) a fost de 98 la sută, comparativ cu 163 la sută pentru restul companiilor nefinanciare. Acest aspect reflectă faptul că, în general, companiile de succes operează cu un efect de levier redus, acționând prudent în ceea ce privește îndatorarea.

Lichiditatea generală a companiilor de succes este într-o situație mai bună față de restul companiilor. Astfel, pentru anul 2022, lichiditatea generală a companiilor de succes a fost de 154 la sută, cu 30 puncte procentuale mai ridicată față de restul companiilor (Grafic 2).

Grafic 3. Distribuția ROA după ponderea firmelor din fiecare categorie în intervalul analizat (2022)



Grafic 4. Distribuția indicatorului datoriei/capital după ponderea firmelor din fiecare categorie în intervalul analizat (2022)



Un alt aspect relevant pentru activitatea companiilor, respectiv termenul de recuperare a creanțelor, prezintă o imagine favorabilă pentru companiile de succes, care reușesc să încaseze creanțele mai repede față de restul companiilor nefinanciare. Pentru anul 2022, termenul de recuperare a creanțelor pentru companiile de succes a fost de 68 de zile, semnificativ mai scăzut față de 86 de zile în cazul celorlalte firme active în economie (Grafic 2), contribuind la o mai bună fluidizare a activităților și facilitând un management financiar mai performant în cadrul acestor companii.

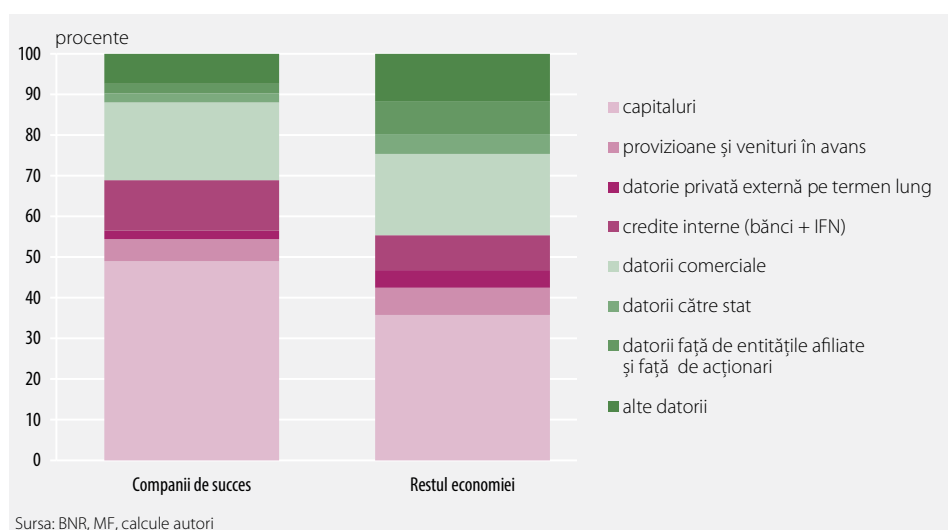
3.2. STRUCTURA PASIVULUI ȘI MODUL DE FINANȚARE A COMPANIILOR DE SUCCES

Structura pasivului firmelor de succes pune în evidență o serie de elemente defnitorii și distinctive față de restul companiilor nefinanciare, din punct de vedere al finanțării activității acestora. Astfel, în ceea ce privește capitalurile proprii, firmele de succes prezintă o pondere semnificativ mai crescută a acestora în total pasiv, respectiv 49 la sută față de 36 la sută, Grafic 5. Această caracteristică a firmelor de succes devine cu atât mai importantă știind că una dintre vulnerabilitățile structurale în România este legată de subcapitalizarea cronică a companiilor nefinanciare și numărul semnificativ de firme cu capitaluri sub nivelul minim prevăzut de lege (peste 260 de mii de firme la finalul anului 2022). Valoarea medie a capitalului firmelor de succes este de circa 29 de ori mai mare decât în cazul restului firmelor din România. Circa 85 la sută dintre

companiile de succes au capital majoritar autohton⁷, acestea generând 56 la sută din valoarea adăugată brută asociată firmelor de succes. La nivelul economiei se regăsește o proporție și mai însemnată a firmelor cu capital majoritar autohton, numai 5 la sută dintre firmele care activau în anul 2022 deținând capital majoritar străin.

Din perspectiva surselor de finanțare, firmele de succes se finanțează într-o mai mare măsură prin credite de la bănci și IFN. Acestea reprezintă circa 13 la sută din pasivul acestora, față de 9 la sută în cazul restului firmelor din economie, Grafic 5. Astfel, deși constituie 0,3 la sută din totalul firmelor din economie, expunerile instituțiilor de credit către companiile de succes reprezintă circa 10 la sută din stocul de împrumuturi la decembrie 2022, mai mult de jumătate dintre acestea fiind acordate în moneda națională. În plus, circa 9 la sută dintre creditele cu garanție de stat în stoc la decembrie 2022 au fost acordate firmelor de succes, iar aproximativ 5 la sută dintre creditele cu destinație climatică au fost acordate acestor firme. Totodată, firmele de succes apelează într-o mai mică măsură la creditele de la acționari și entități afiliate (2 la sută din pasiv în cazul companiilor de succes vs. 8 la sută la nivelul restului firmelor din economie).

Grafic 5. Structura pasivului companiilor de succes vs. restul firmelor (2022)



Din perspectiva datoriei externe, conform datelor la decembrie 2022, numai 4 companii de succes aveau credite de la instituții de credit străine, reprezentând circa 1 la sută din totalul firmelor care au apelat la această formă de finanțare. Totodată, circa 8 la sută, respectiv 216 firme (iunie 2020), dintre companiile de succes au participat la moratoriile la plata ratelor desfășurate în contextul pandemiei COVID-19, dintre care o treime – 71 de firme – au fost semnificativ afectate de pandemie, respectiv au înregistrat o scădere a cifrei de afaceri de peste 20 la sută în anul 2020 față de 2019. Având în vedere faptul că aceste companii nu au înregistrat credite neperformante după expirarea perioadei de amânare a ratelor, este probabil ca apelarea la moratorii să se fi realizat din motive

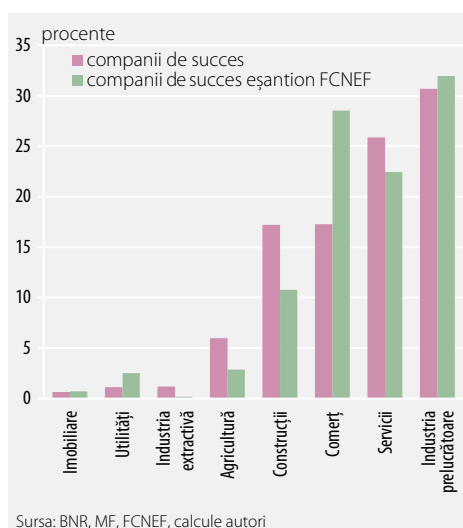
⁷ Conform situațiilor raportate la Oficiul Național al Registrului Comerțului (ONRC) pentru anul 2022.

de prudență sporită sau din cauza unor blocaje temporare. Din acest motiv, nu vom considera apelarea la moratorii un criteriu eliminatoriu din categoria firmelor de succes.

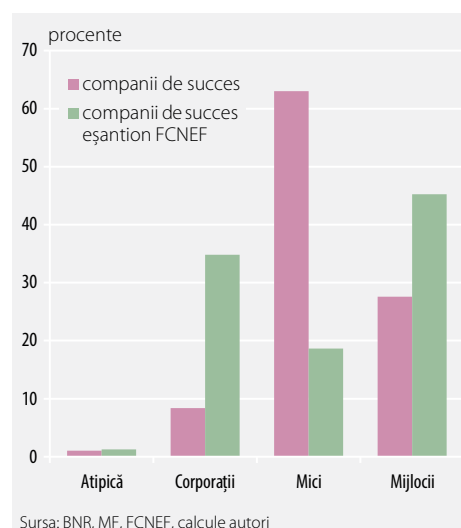
3.3. IMPORTANȚA EDUCAȚIEI FINANCIARE PENTRU SUCCESUL FIRMEI

Dat fiind faptul că sistemul financiar se regăsește pe o tendință de creștere a digitalizării și complexității, este esențial ca nivelul educației financiare a firmelor să se plaseze la un nivel adecvat. Acest lucru este necesar nu numai pentru a asigura viabilitatea operațiunilor, dar și pentru îmbunătățirea competitivității acestora în noul mediu economic, precum și pentru înlesnirea luării unor decizii financiare sănătoase, care să consolideze poziția firmelor în piață.

Grafic 6. Distribuția companiilor de succes din eșantion vs. populație pe sectoare de activitate (2022)

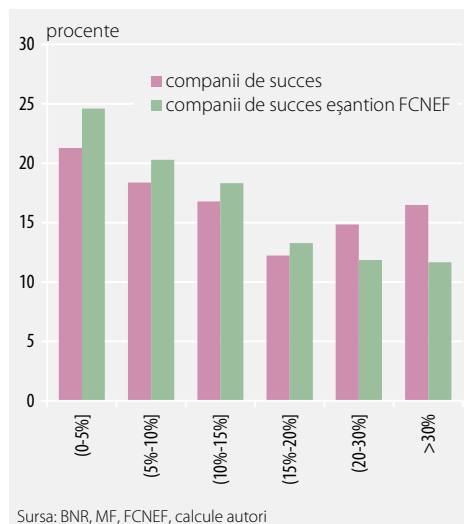


Grafic 7. Distribuția companiilor de succes din eșantion vs. populație după tipul companiei (2022)

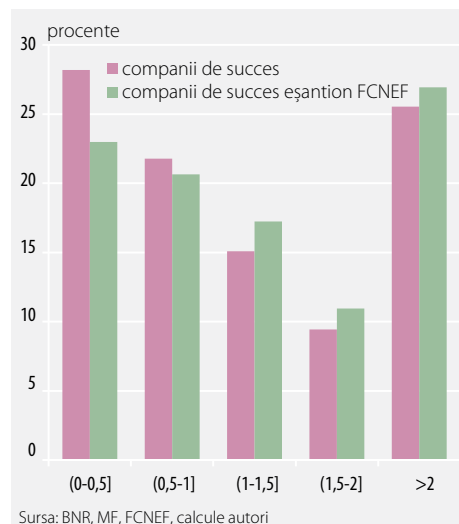


Prin intermediul *Sondajului privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România* (FCNEF), ediția iunie 2023, în cadrul căreia o întreagă secțiune a fost dedicată evaluării gradului de educație financiară a firmelor autohtone, au fost colectate date pentru aproximativ 10 mii de firme reprezentative la nivel național și regional. Acestea au fost extrase aleatoriu prin procedee statistice, după o serie de criterii care vizează clasa de mărime a companiei, sectorul de activitate, regiunile de dezvoltare. Dintre firmele cuprinse în eșantion, circa 6 la sută fac parte din categoria firmelor de succes identificate conform metodologiei prezentate anterior. De asemenea, ele reprezintă circa 21 la sută din totalul firmelor de succes la nivelul economiei. Eșantionul companiilor de succes cuprinse în sondaj este reprezentativ și urmează caracteristicile populației companiilor de succes atât din perspectiva distribuției pe sectoare de activitate (Grafic 6), cât și în ceea ce privește indicatorii financiari (de ex.: ROA, D2E, Graficele 8 și 9).

Grafic 8. Distribuția ROA după ponderea firmelor din fiecare categorie în intervalul analizat, eşantion vs. populație companii de succes (2022)



Grafic 9. Distribuția indicatorului datoriei/capital după ponderea firmelor din fiecare categorie în intervalul analizat (2022)



Pe baza analizei datelor pe acest eşantion, se observă faptul că gradul de educație financiară la nivelul firmei reprezintă o caracteristică care diferențiază semnificativ companiile de succes de cele mai puțin performante. Gradul de educație financiară la nivelul firmelor de succes este evaluat în conformitate cu metodologia OCDE, pe următoarele paliere: (i) alfabetizarea financiară la nivelul firmelor, cu trei subcomponente (cunoștințele financiare, comportamentul financiar, atitudinea financiară), (ii) cunoașterea și utilizarea produselor financiare și (iii) gradul de digitalizare a activităților financiare și de afaceri.

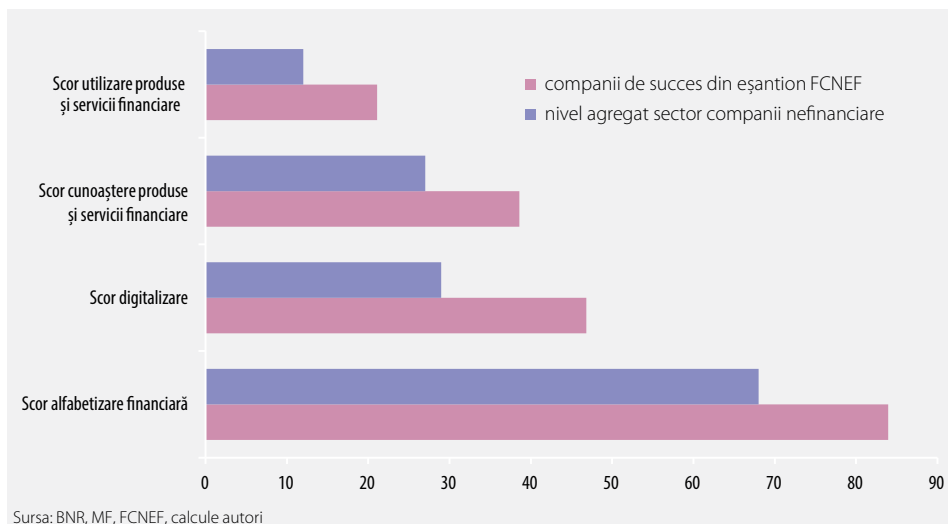
Astfel, companiile de succes prezintă un scor de alfabetizare financiară superior, respectiv 84 din 100, față de nivelul de 68 din 100 calculat la nivelul întregului sector al companiilor nefinanciare din România (Grafic 10).

În plus, firmele de succes prezintă, de asemenea, un grad superior de cunoaștere și utilizare a diferitelor tipuri de produse și servicii financiare care pot fi folosite de firme pentru finanțarea activității sau pentru gestionarea riscurilor la care sunt expuse. Scorul pentru cunoașterea produselor și serviciilor financiare în cazul firmelor de succes se situează la nivelul de 39 din 100, față de 27 din 100 la nivelul agregat al sectorului companiilor nefinanciare, iar scorul pentru utilizarea produselor și serviciilor financiare a fost evaluat la 21 din 100, față de 12 din 100 la nivel agregat (Grafic 10).

Nu în ultimul rând, modul în care companiile nefinanciare autohtone se adaptează la tendințele actuale în ceea ce privește digitalizarea capătă o importanță deosebită, dat fiind faptul că România se află pe ultimul loc în UE conform indicelui DESI (*Digital Economy and Society Index*) aferent anului 2022, cu un scor de 30,6, față de o medie de 52,3 în statele membre ale UE. Această evoluție are loc pe fondul unei lipse semnificative de competențe digitale de bază în rândul populației. Scorul privind digitalizarea firmelor din România se situează la un nivel modest, respectiv 29 din 100,

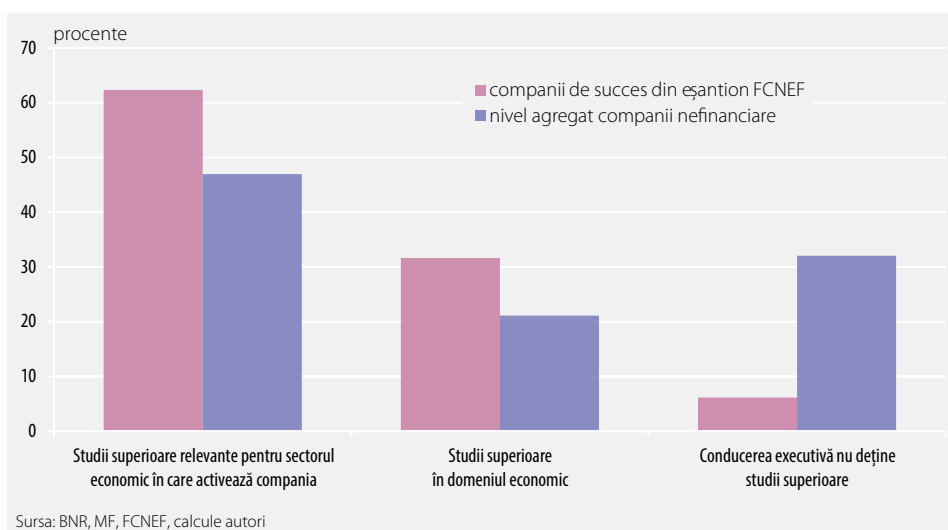
în timp ce în cazul firmelor de succes scorul de digitalizare se situează la 47 din 100 (Grafic 10).

Grafic 10. Scorul de educație financiară, pe principalele componente. Companii de succes vs. nivel agregat firme



Ecartul dintre firmele de succes și restul firmelor autohtone devine mai evident, în contextul în care pentru circa 32 la sută dintre companiile nefinanciare conducerea executivă nu deține studii superioare, în timp ce în cazul firmelor de succes, procentul scade la doar 6 la sută. Astfel, în cazul a circa 94 la sută dintre firmele de succes conducerea executivă deține studii superioare (economice sau relevante pentru sectorul economic în care activează compania), față de 68 la sută la nivelul agregat al sectorului companiilor nefinanciare (Grafic 11).

Grafic 11. Nivel de pregătire a conducerii firmei, companii de succes vs. nivel agregat companii nefinanciare



Nivelul educației financiare a conducerii firmei se conturează a fi un factor esențial în parcursul către succes al companiilor nefinanciare, dat fiind faptul că firmele de succes prezintă scoruri superioare în ceea ce privește componentele educației financiare a întreprinderii.

4. Analiza factorilor ce determină succesul firmei

În scopul ilustrării factorilor care determină succesul unei companii nefinanciare am întreprins o analiză econometrică de tip regresie logistică pentru modelarea relației dintre succesul firmei și variabile explicative precum principalii indicatori financiari, caracteristicile bilanțiere, dimensiunea firmei, modul de finanțare și proveniența capitalului. Regresia logistică este frecvent utilizată pentru estimarea probabilității ca un eveniment să se producă, de exemplu compania să fie sau nu de succes, pe baza setului de variabile independente.

Modelul utilizat pentru determinanții succesului unei companii are următoarea formă:

$$L_i = \alpha + \sum_k \delta^k X_i^k + \epsilon_i$$

unde L_i reprezintă transformarea logistică a probabilității de succes a firmei i , iar X_i^k sunt caracteristici ale firmei (de exemplu, dimensiunea companiei, ponderea capitalului în pasiv, lichiditatea generală, gradul de îndatorare, proveniența capitalului, dacă firma se finanțează prin credit de la bănci/IFN, nivelul de educație financiară, studiile conducerii executive, sectorul de activitate, regiunea).

Analiza econometrică a fost desfășurată pe 2 dimensiuni:

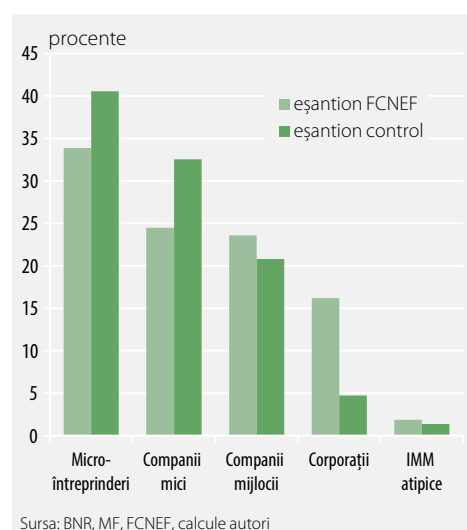
1. Folosind întreaga populație a firmelor de succes, așa cum a fost identificată prin metodologia anterior prezentată, relativ la un eșantion de control, cu caracteristici similare eșantionului extras prin *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România* (FCNEF), ediția din iunie 2023.
2. În a doua etapă, în scopul ilustrării importanței nivelului de educație financiară a companiei și nivelului de instruire a conducerii executive a firmei, analiza a fost replicată distinct pe eșantionul de firme obținut prin intermediul *Sondajului privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România* (FCNEF), ediția din iunie 2023.

Robustețea rezultatelor a fost testată prin estimarea coeficienților printr-un model de probabilitate liniară.

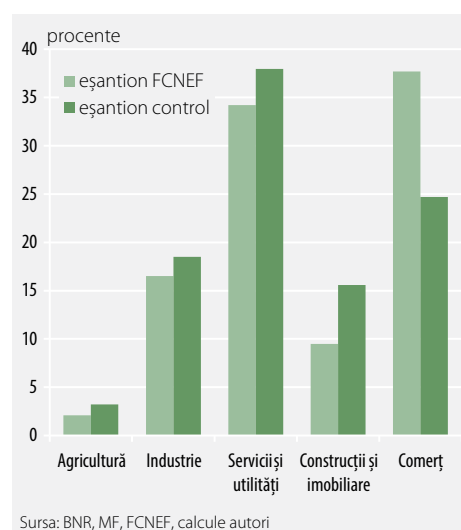
4.1. PROBABILITATEA DE SUCCES PENTRU ÎNTREAGA POPULAȚIE DE FIRME DE SUCCES PE BAZA UNUI EȘANTION DE CONTROL SIMILAR SONDAJULUI FCNEF

În prima etapă, pentru evaluarea caracteristicilor firmelor de succes a fost utilizat întregul eșantion de companii de succes identificat conform metodologiei prezentate în secțiunile anterioare, relativ la un eșantion de control format din 44 033 firme. Determinarea dimensiunii eșantionului de control a avut în vedere păstrarea nivelului de reprezentativitate a firmelor de succes în cadrul eșantionului, respectiv 6 la sută. Eșantionul de control a fost construit astfel încât să dețină caracteristici similare eșantionului FCNEF, pentru a fi păstrată comparabilitatea rezultatelor. Astfel, extragerea firmelor a ținut cont de clasa de mărime a companiei, fiind incluse exhaustiv în eșantion corporațiile și întreprinderile mijlocii. Întreprinderile mici, micro și companiile atipice au fost extrase aleator ținând cont de nivelul de reprezentativitate a acestora în eșantionul FCNEF. Astfel, eșantionul de control urmează în linii mari distribuția firmelor din sondaj după dimensiune (Grafic 12), sector de activitate (Grafic 13) și regiune.

Grafic 12. Distribuția firmelor după dimensiunea companiei, eșantion FCNEF vs. eșantion control



Grafic 13. Distribuția firmelor după sectorul de activitate, eșantion FCNEF vs. eșantion control



În cadrul eșantionului de control, circa un sfert dintre firme (11 066) aveau credite în stoc în martie 2023, dintre care circa 65 la sută au fost acordate în perioada 2018-2022 și circa jumătate au garanția statului, Tabelul 5 din Anexă. Valoarea mediană a creditelor acordate companiilor din eșantionul de control (martie 2023) este de circa 1,2 milioane lei, în cazul corporațiilor din eșantion aceasta crescând la 18,6 milioane lei. În plus, circa 68 la sută din companiile cuprinse în eșantionul de control dețin capital majoritar autohton.

Pentru construirea variabilei dependente am utilizat lista companiilor de succes obținută conform metodologiei prezentate, rezultând o variabilă binară care ia valoarea 1 dacă compania se regăsește în lista firmelor de succes sau 0 în caz contrar.

Variabilele explicative testate în diferite specificații sunt următoarele:

- *Credit*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma are un credit bancar sau de la IFN în derulare, raportat la Centrala Riscului de Credit, pentru care suma utilizată este mai mare de 0.
- *Suma utilizată credit*: o variabilă care ia valoarea 1 dacă firma are un credit în valoare mai mică de 500 mii lei, 2 pentru sumele cuprinse între 500 mii – 1 milion lei, 3 pentru sumele cuprinse între 1 milion – 2 milioane, 4 pentru sumele cuprinse între 2 milioane – 5 milioane și 4 pentru creditele de peste 5 milioane lei și 0 dacă firma nu are credite.
- *Garanție stat*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma are un credit bancar sau de la IFN cu garanție de stat și 0 altfel.
- *Indicatorul de lichiditate generală 1*: o variabilă care ia valoarea 1 dacă firma a înregistrat în anul 2022 o valoare a indicatorului de lichiditate generală mai mică de 100%, 2 pentru valori cuprinse între 100% și 200% și 3 pentru valori ale indicatorului mai mari decât 200%.
- *Indicatorul de lichiditate generală 2*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma a înregistrat în anul 2022 o valoare a indicatorului de lichiditate generală între 100% și 200% (valori recomandate) și zero altfel.
- *Pondere capitalului în pasivul bilanțier*: o variabilă care ia valoarea 1 dacă ponderea capitalului în pasiv este mai mică de 10%, 2 dacă este cuprinsă între 10% și 30%, 3 între 30% și 50% și 4 pentru valori de peste 50%.
- *Raportul datorie/capital (grad de îndatorare, debt-to-equity)*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma a înregistrat în anul 2022 o valoare a raportului datorie/capital sub 200% (prag semnal) și 0 în caz contrar.
- *Proveniența capitalului*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma are capital majoritar autohton și 0 în caz contrar.
- *Datorie externă*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma se finanțează prin credite intragrup/mamă-fică și 0 în caz contrar.
- *Tip companie - IMM*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 0 dacă firma este o corporație, 1 dacă este IMM.

În plus, *sectorul de activitate* și *regiunea de proveniență* a firmei au constituit variabile de control.

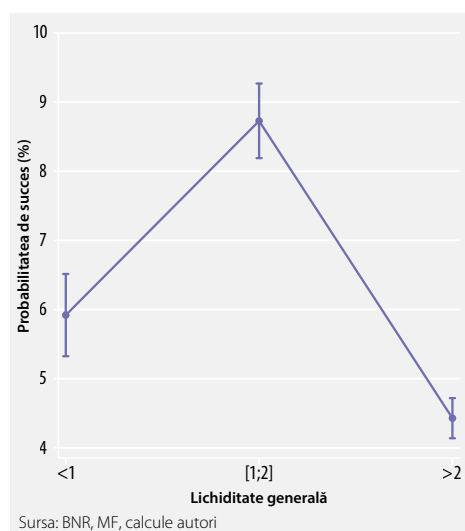
Rezultatele estimării sunt prezentate în Tabelul 1 din Anexă, sub forma mai multor specificații. Nivelul capitalizării (ponderea capitalului în pasiv) are un efect semnificativ și pozitiv asupra succesului unei firme, relația fiind una liniară și crescătoare (pe măsură ce crește capitalizarea firmei, crește și probabilitatea de succes, de la +4 puncte procentuale la +6 puncte procentuale față de o firmă cu o pondere a capitalului în pasiv mai mic de 10 la sută, Tabelul 2 din Anexă).

În cazul lichidității generale, se observă faptul că numai un nivel al indicatorului cuprins între 1 și 2 are un impact pozitiv și semnificativ statistic, conducând la creșterea succesului firmei (+3 puncte procentuale comparativ cu o firmă cu lichiditate scăzută, Tabel 2),

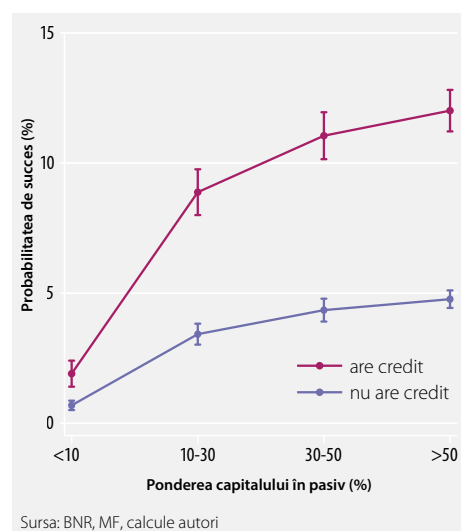
în timp ce o lichiditate excesivă neutilizată limitează dezvoltarea firmei determinând scăderea probabilității de succes (-1,5 puncte procentuale). În plus, se remarcă faptul că finanțarea prin credite de la bănci sau IFN este un factor important pentru succesul firmei, alături de proveniența capitalului. Astfel, finanțarea prin surse de credit bancar sau de la IFN, în locul creditelor de la acționari și reinvestirea profitului, poate conduce la creșterea probabilității de succes al firmei (+6 puncte procentuale față de firmele fără credite, Tabel 2).

Totodată, deținerea de capital majoritar autohton contribuie la augmentarea șanselor de succes ale firmei (+4 puncte procentuale față de firmele cu capital majoritar străin, Tabel 2). Probabilitatea de succes în funcție de dimensiunea companiei pune în evidență faptul că șansele IMM de a deveni firmă de succes comparativ cu corporațiile sunt mai reduse (-3 puncte procentuale), Tabel 2. Comparativ cu o firmă fără credite și cu capital majoritar străin, unei firme similare, dar cu capital majoritar autohton îi este asociată o probabilitate de succes cu circa 3 puncte procentuale mai mare (specificația (2), Tabel 2). Similar, pentru o firmă cu finanțare de la bănci/IFN, probabilitatea de succes este mai mare în cazul firmelor cu capital autohton (10 la sută vs. 6 la sută). Pe de altă parte, finanțarea prin credite intragrup/mamă-fică nu are un impact semnificativ statistic asupra probabilității de succes (specificația (6), Tabelele 1 și 2), indiferent de proveniența capitalului firmei, Graficul A din Anexă.

Grafic 14. Efectul lichidității generale asupra probabilității de succes



Grafic 15. Efectul capitalizării și apelării la finanțarea prin credit asupra probabilității de succes

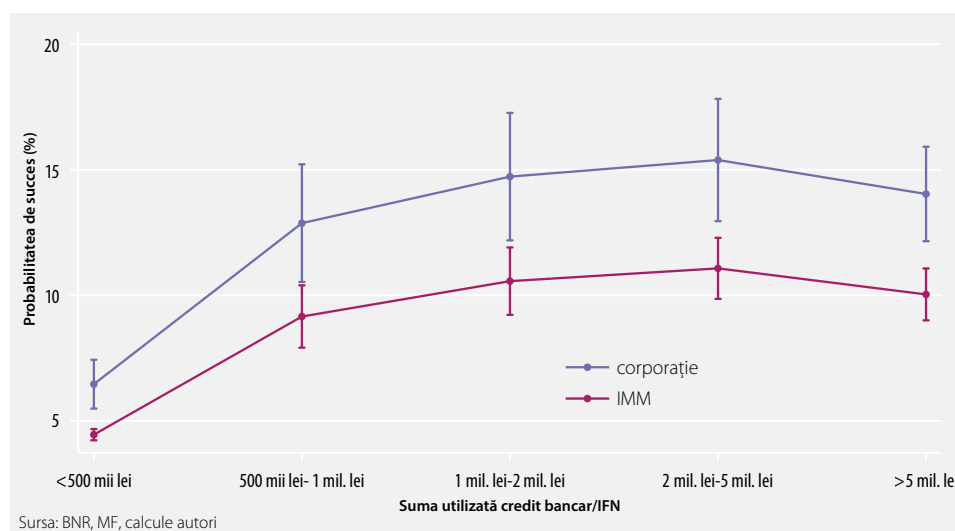


Cea de-a treia specificație (3) din Tabelele 1 și 2 înlocuiește variabila *dummy* care indică dacă firma are credit sau nu, cu intervale de volum de credit utilizat de companie. În acest caz, observăm că probabilitatea de succes crește cu suma utilizată, toate intervalele fiind semnificative din punct de vedere statistic (de la +5 puncte procentuale la +7 puncte procentuale față de o firmă fără credit, Tabel 2). În cea de-a cincea specificație (5) este testat efectul finanțării prin credit cu garanție de stat asupra probabilității de succes și observăm faptul că și acest tip de finanțare conduce la creșterea probabilității de succes (+6 puncte procentuale, Tabelul 2). Specificațiile (4)

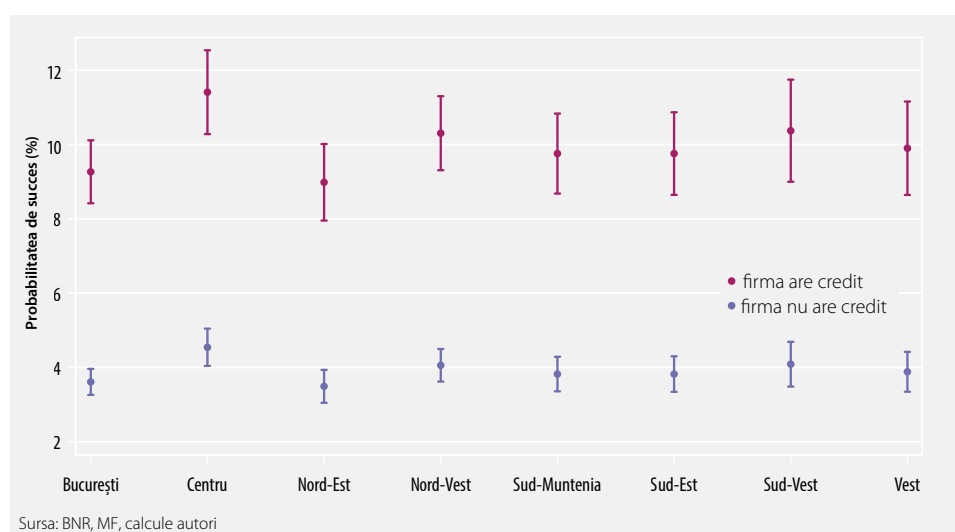
și (5) evaluează impactul gradului de îndatorare asupra probabilității de succes, indicând faptul că menținerea unui raport datorii/capital la niveluri recomandate (<200%) conduce la creșterea șansei firmei de a deveni de succes cu circa 4 puncte procentuale față de o firmă supraîndatorată, Tabel 2.

Probabilitatea medie de succes estimată la nivelul eșantionului pentru o firmă cu o lichiditate nesatisfăcătoare (un indicator de lichiditate generală <1) este de circa 6 la sută, în timp ce în cazul unei companii cu lichiditate adecvată (indicator de lichiditate generală între 1 și 2) aceasta crește la circa 9 la sută, menținând ceilalți factori constanți, Grafic 14.

Grafic 16. Efectul cuantumului creditului bancar/IFN asupra probabilității de succes, după mărimea companiei



Grafic 17. Efectul apelării la finanțarea prin credit asupra probabilității de succes, după regiune



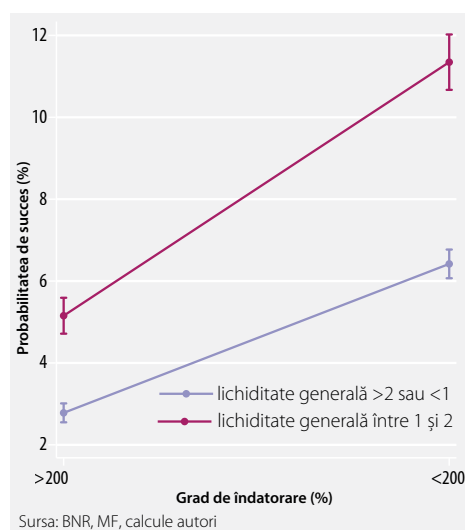
Efectul interacțiunii dintre nivelul capitalizării și finanțarea sub formă de credit asupra probabilității medii estimate de succes este important, aceasta crescând de circa 10 ori, cu 12 puncte procentuale în cazul unei firme corespunzător capitalizate și care se finanțează prin credite bancare sau de la IFN comparativ cu o firmă care nu se finanțează prin credit și cu o pondere redusă a capitalului în pasiv, Grafic 15.

Mai mult decât atât, este interesant faptul că și volumul creditului utilizat are o influență asupra probabilității de succes, aceasta crescând cu quantumul finanțării prin credit, în funcție de dimensiunea firmei, astfel: de la 4 la sută în cazul IMM cu credite în valoare de până la 500 mii lei la 11 la sută în cazul în care volumul creditului este de peste 2 milioane lei, în timp ce în cazul corporațiilor, probabilitatea de succes crește de la 6 la sută la circa 15 la sută, Grafic 16.

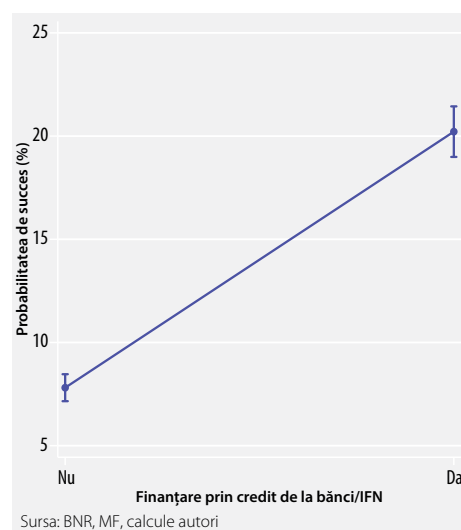
Probabilitatea de a fi clasificată drept companie de succes variază și în funcție de regiunea în care firma activează, cele mai ridicate valori regăsindu-se în centrul și vestul țării (peste 4 la sută), iar cea mai scăzută în zona de Nord-Est (3 la sută). Indiferent de regiune, probabilitatea de succes este majorată de accesarea de finanțări de la bănci/IFN, până la 11 la sută în zona de centru și 9 la sută în Nord-Est, Grafic 17.

Menținerea unor niveluri sănătoase ale indicatorilor financiari (lichiditate și grad de îndatorare) conduce la o creștere a probabilității de succes a firmei de circa 4 ori sau 8 puncte procentuale, de la sub 3 la sută la peste 11 la sută, Grafic 18. Similar, utilizarea unor surse externe firmei pentru finanțare (bănci, IFN), față de sursele interne (reinvestire profit, credite de la acționari) care pot mai degrabă să fie utilizate pentru creșterea capitalului, în cazul unei firme cu niveluri adecvate de lichiditate și îndatorare, mărește probabilitatea ca firma să devină de succes de circa 2,5 ori, respectiv 12 puncte procentuale, Grafic 19⁸.

Grafic 18. Efectul nivelului gradului de îndatorare și al lichidității asupra probabilității de succes



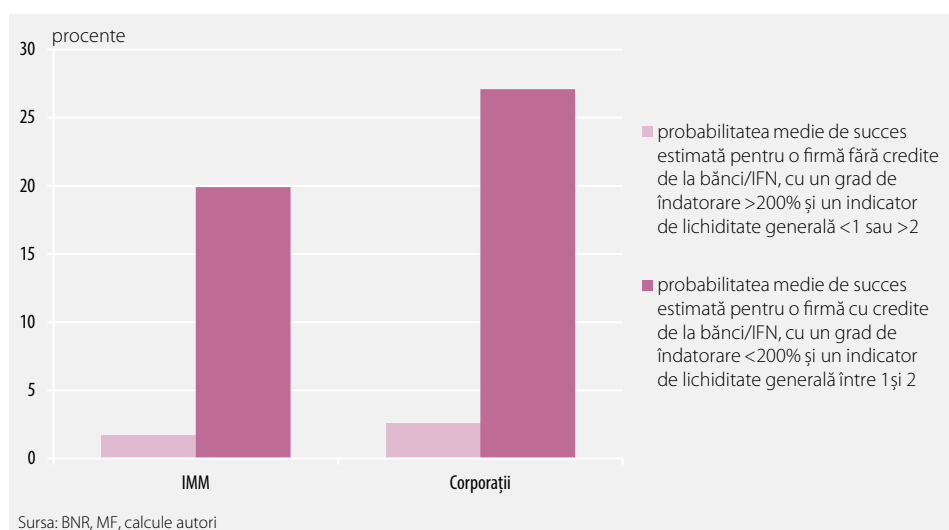
Grafic 19. Efectul apelării la finanțarea prin credit asupra probabilității de succes pentru o firmă cu condiții de îndatorare și lichiditate adecvate



⁸ Raportul datorie/capital <2, indicatorul de lichiditate generală cuprins între 1 și 2

Așadar, factorii testați conduc la o creștere importantă a probabilității medii estimate de succes, respectiv de circa 25 puncte procentuale pentru corporații și 18 puncte procentuale pentru IMM, pentru o firmă cu credit, îndatorare și lichiditate adecvate comparativ cu o firmă fără credite, cu un grad ridicat de îndatorare și o lichiditate generală nesatisfăcătoare, Grafic 20.

Grafic 20. Probabilitatea medie de succes estimată pentru o firmă fără credite, cu un nivel crescut al îndatorării și o lichiditate generală nesatisfăcătoare vs. o firmă cu finanțare prin credite și grad de îndatorare și lichiditate adecvate, în funcție de dimensiunea companiei



4.2. PROBABILITATEA DE SUCCES PENTRU FIRMELE DIN EȘANTIONUL SONDAJULUI FCNEF⁹

În a doua etapă, în scopul ilustrării importanței nivelului de educație financiară a companiei și nivelului de instruire a conducerii executive a firmei am întreprins o analiză distinctă în care a fost utilizat eșantionul de firme obținut prin intermediul *Sondajului privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România (FCNEF)*, ediția din iunie 2023, respectiv circa 10 mii de firme reprezentative la nivel național și regional¹⁰. Pentru aceste firme au fost extrase informații din situațiile financiare depuse la Ministerul Finanțelor și informații privind accesul la piața creditului din Centrala Riscului de Credit.

Variabila dependentă a fost definită pe baza metodologiei de identificare a firmelor de succes prezentate mai sus și reprezintă o variabilă de tip binar care ia valoarea 1 dacă compania se regăsește în lista firmelor de succes rezultată conform metodologiei sau 0 în caz contrar. Astfel, dintre firmele cuprinse în eșantionul FCNEF, circa 6 la sută

⁹ *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România*, derulat bianual de Banca Națională a României.

¹⁰ Aceste criterii se găsesc în anexa privind metodologia sondajului.

fac parte din categoria firmelor de succes identificate conform metodologiei prezentate anterior, reprezentând circa 21 la sută din totalul firmelor de succes la nivelul economiei, Tabelul 6 din Anexă. Dintre firmele respondente la sondaj, circa 40 la sută au credite bancare/IFN, jumătate dintre acestea având garanția statului (date la martie 2023). Aproximativ 17 la sută dintre firmele din eșantion au finanțare de tip credite mamă-fică, reprezentând circa un sfert din firmele la nivelul economiei care apelează la acest tip de finanțare. În plus, circa 75 la sută dintre firmele cuprinse în eșantion au capital majoritar autohton (date la 2022).

Variabilele explicative suplimentare față de cele prezentate în secțiunea anterioară sunt următoarele:

- *Scor alfabetizare financiară și Scor digitalizare*: variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă scorul pentru nivelul de alfabetizare financiară sau nivelul de digitalizare obținut prin evaluarea nivelului de educație financiară a firmei conform metodologiei OCDE¹¹ înregistrează o valoare peste scorul mediu (50%) și 0 în caz contrar.
- *Studii conducere*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă conducerea executivă a firmei deține studii superioare și 0 altfel.
- *Utilizare plăți online*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma a declarat că utilizează sau a utilizat serviciile și aplicațiile bancare online pentru a gestiona plățile și finanțarea companiei și 0 altfel.
- *Website afacere*: o variabilă *dummy* care ia valoarea 1 dacă firma a declarat că deține un website pentru prezentarea afacerii și 0 altfel.

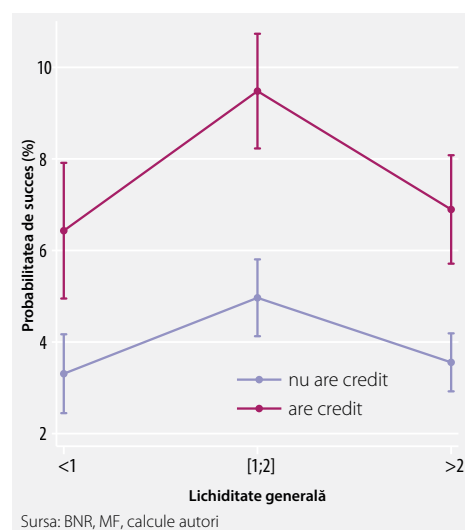
Rezultatele estimării sunt prezentate în Tabelul 3 din Anexă. Rezultatele pe baza eșantionului obținut prin sondajul FCNEF pun în evidență concluzii, în linii mari similare analizei pe întreaga populație a companiilor de succes, după cum este ilustrat în specificațiile (1)-(3), Grafic 21. În esență, se confirmă efectul pozitiv al menținerii unor niveluri sănătoase ale gradului de îndatorare (<200%) și lichiditate (indicator de lichiditate generală între 1 și 2) ale firmei, precum și o capitalizare robustă asupra probabilității de succes, Tabelul 4 din Anexă.

Spre deosebire de estimările pe întreaga populație de firme de succes, rezultatele pe baza eșantionului de firme respondente la sondajul FCNEF ilustrează un efect negativ al deținerii de capital autohton de către o firmă fără credite de la bănci/IFN (-2 puncte procentuale), însă obținerea de finanțare de la bănci/IFN conduce la augmentarea probabilității de succes indiferent de proveniența capitalului, cu un impact mai accentuat în cazul deținerii de capital majoritar autohton (+1,6 puncte procentuale în cazul firmelor cu capital majoritar străin, +2,7 puncte procentuale în cazul firmelor cu capital majoritar autohton), Tabelul 4 din Anexă. În contrast, finanțarea din credite intragrup/mamă-fică nu determină un efect semnificativ statistic asupra probabilității de succes, în concordanță cu rezultatele obținute pe baza eșantionului de control, Grafic B din Anexă.

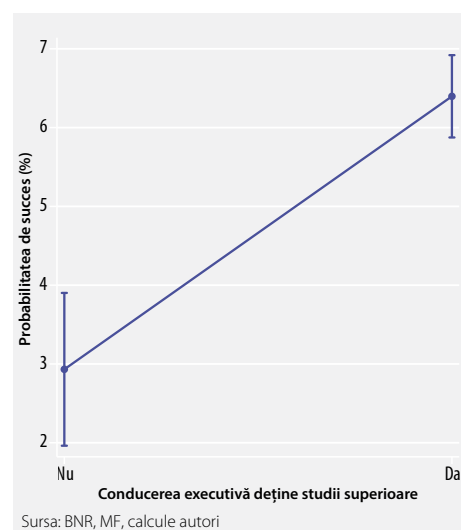
¹¹ Mai multe informații despre metodologie și calculul indicatorilor de educație financiară pot fi găsite în *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România*, ediția iunie 2023.

În cazul unei companii cu niveluri ale capitalizării și lichidității inadecvate și fără finanțare prin credite de la bănci/IFN, probabilitatea de succes la nivelul eșantionului se situează la valoarea de 0,4 la sută, în timp ce pentru o firmă adecvat capitalizată, cu lichiditate corespunzătoare și care utilizează resurse atrase de la bănci/IFN, aceasta ajunge la 12 la sută, respectiv de 30 de ori mai mare.

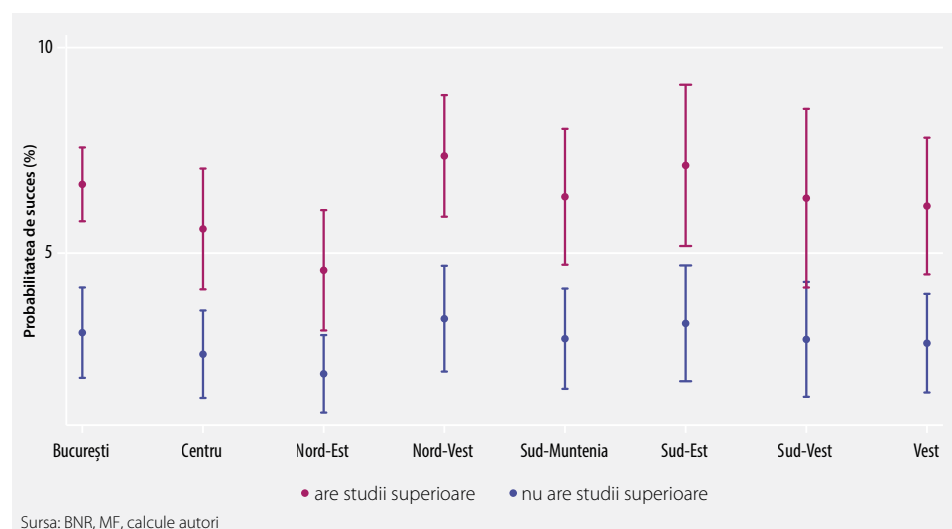
Grafic 21. Efectul lichidității și finanțării prin credit asupra probabilității medii de succes estimate



Grafic 22. Efectul nivelului de instruire al conducerii executive asupra probabilității medii de succes estimate



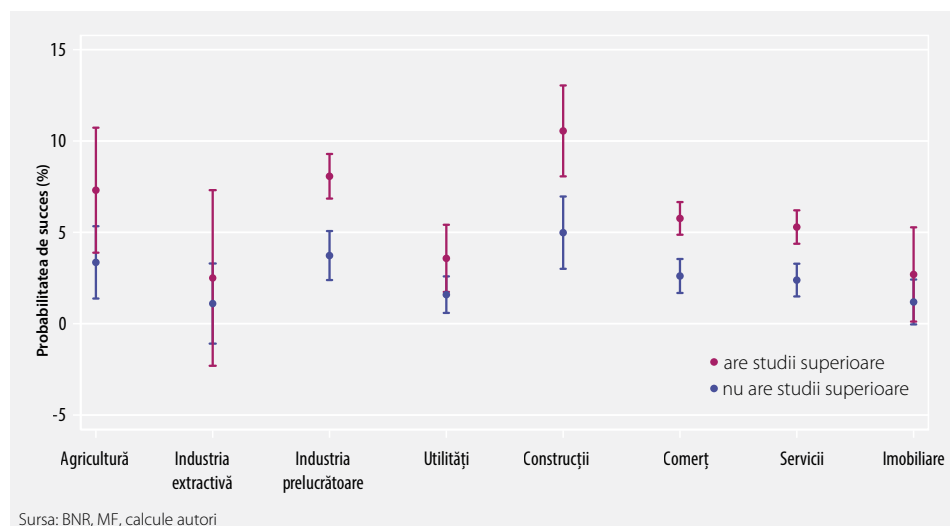
Grafic 23. Efectul nivelului de instruire a conducerii executive a firmei asupra probabilității medii de succes estimate, după regiune



Una dintre inovațiile acestei lucrări constă în evaluarea efectului unor variabile calitative privind nivelul de educație a conducerii executive și, în particular, al educației financiare a firmei asupra succesului companiei. Din acest punct de vedere, rezultatele relevă un impact pozitiv și semnificativ statistic al deținerii de către conducerea executivă a firmei de studii superioare (economice sau relevante pentru

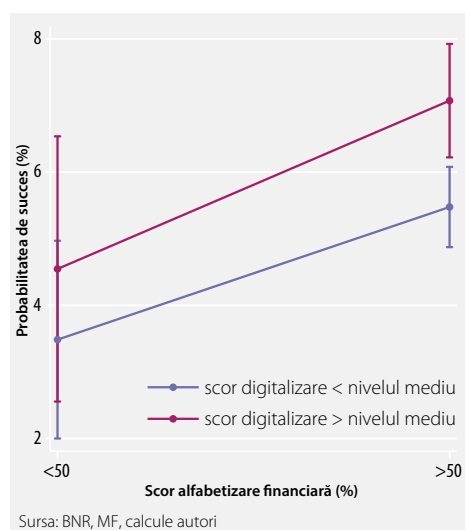
industria în care activează firma, Tabel 4), conducând la creșterea probabilității de succes cu 4 puncte procentuale față de situația în care conducerea nu deține astfel de studii, Grafic 22. Pentru o firmă cu indicatori financiari la niveluri sănătoase și cu finanțare de la bănci/IFN, nivelul superior de instruire a conducerii executive conduce la creșterea de peste 2 ori a probabilității medii estimate de succes.

Grafic 24. Efectul nivelului de instruire a conducerii executive asupra probabilității medii de succes estimate, după sectorul de activitate



Nivelul probabilității de succes și impactul gradului de educație a conducerii executive variază în plan regional și în funcție de sectorul în care activează firma. Din punct de vedere regional, nivelul de instruire a conducerii firmei are un efect semnificativ și

Grafic 25. Efectul unui nivel al alfabetizării financiare și digitalizării peste nivelul mediu asupra probabilității de succes



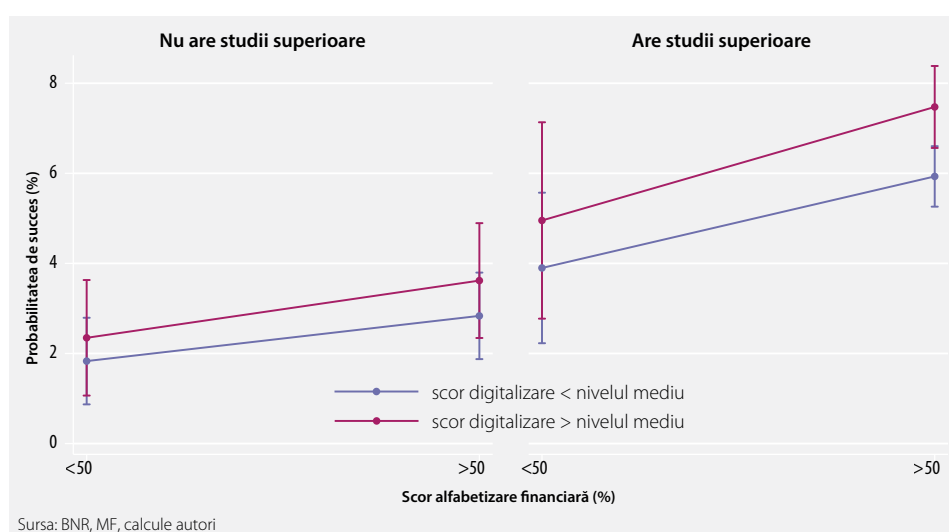
pozitiv, indiferent de regiune, însă există eterogenități în ceea ce privește magnitudinea impactului asupra probabilității de succes, Grafic 23. În funcție de sectorul de activitate, observăm că cel mai ridicat nivel al probabilității medii de succes ca urmare a efectului studiilor conducerii executive este întâlnit în cazul firmelor din construcții, în timp ce în cazul firmelor din industria extractivă, impactul nu este semnificativ statistic.

Importanța educației financiare pentru succesul firmei este pusă în evidență de rezultatele specificației (5) din Tabelele 3 și 4, care ilustrează faptul că un nivel al alfabetizării financiare¹² peste nivelul mediu (50%) este semnificativ statistic și

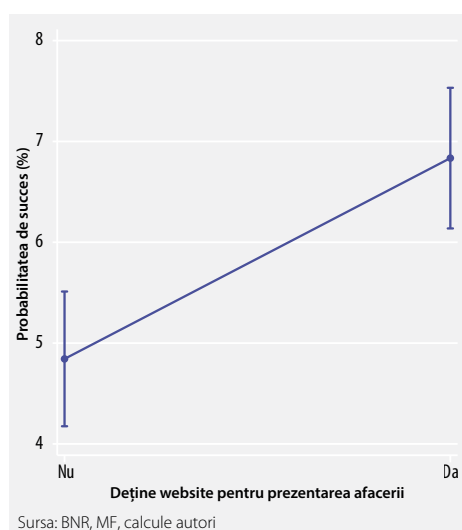
¹² Mai multe informații despre metodologia și calculul scorurilor de alfabetizare financiară și digitalizare pot fi găsite în *Sondajul privind accesul la finanțare al companiilor nefinanciare din România*, ediția din iunie 2023.

conduce la creșterea probabilității de succes a firmei cu 2,2 puncte procentuale față de un nivel scăzut al alfabetizării financiare, menținând ceilalți factori constanți. Similar, un nivel al digitalizării firmei peste nivelul mediu (50%) conduce la creșterea probabilității de succes a firmei cu 1,6 puncte procentuale comparativ cu situația unui grad de digitalizare sub nivelul mediu. Efectul cumulat al unui nivel de educație financiară (alfabetizare și digitalizare) peste nivelul mediu se concretizează în creșterea probabilității estimate de succes de 2 ori, respectiv cu circa 4 puncte procentuale, față de probabilitatea de succes în situația contrară, Grafic 25.

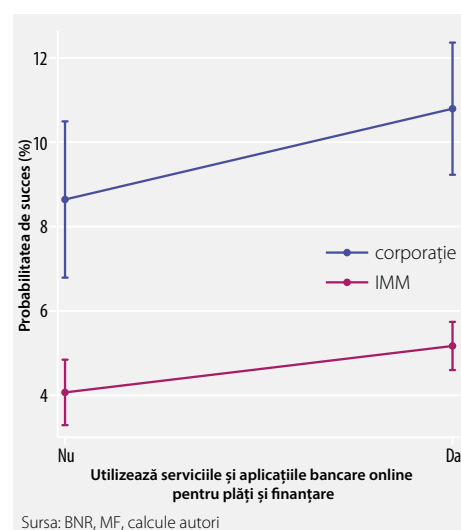
Grafic 26. Efectul nivelului de instruire a conducerii executive și al nivelului de educație financiară a firmei asupra probabilității de succes



Grafic 27. Efectul deținerii unui website pentru prezentarea afacerii asupra probabilității medii estimate de succes



Grafic 28. Efectul utilizării serviciilor și aplicațiilor bancare online pentru a gestiona plățile și finanțarea companiei asupra probabilității medii estimate de succes, după mărimea firmei

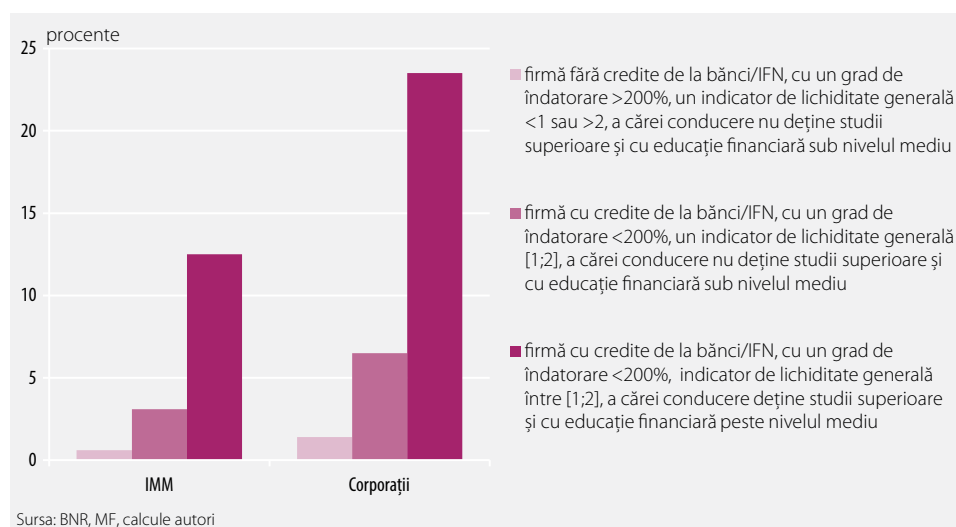


Interacțiunea dintre nivelul de educație financiară (alfabetizare financiară și digitalizare) și nivelul de instruire a conducerii executive pune în evidență o creștere și mai importantă a probabilității medii estimate de succes, respectiv de peste 4 ori sau circa 6 puncte procentuale față de situația inversă (nivel de educație financiară sub 50 la sută și conducere executivă fără studii superioare), Grafic 26.

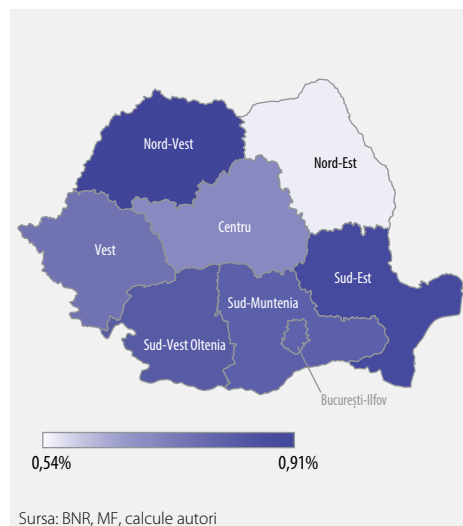
Specificația (6) introduce o serie de caracteristici specifice, respectiv deținerea de către firmă a unui website de prezentare a afacerii și utilizarea serviciilor și aplicațiilor bancare online pentru a gestiona plățile și finanțarea companiei, Grafic 27. Acestea se dovedesc a fi semnificative și cu impact pozitiv asupra probabilității de succes al firmei. Astfel, utilizarea serviciilor și aplicațiilor digitale pentru efectuarea plăților și finanțării companiei contribuie la sporirea probabilității de succes cu 1,3 puncte procentuale, iar deținerea de către firmă a unui website pentru prezentarea afacerii majorează șansele de succes cu 2 puncte procentuale relativ la o firmă care nu deține aceste caracteristici, Grafic 28.

Factorii testați în cadrul acestei analize, respectiv menținerea de către o firmă a unor niveluri sănătoase ale indicatorilor financiari (grad de îndatorare și lichiditate), a unui nivel de educație financiară peste nivelul mediu, finanțarea din surse externe (bănci/IFN) și numirea unei conduceri executive adecvat instruită (studii superioare economice sau relevante pentru industria în care activează firma) conduc la o creștere semnificativă a probabilității medii de succes comparativ cu o firmă similară, dar care nu îndeplinește aceste criterii, respectiv de 12 puncte procentuale în cazul IMM și 22 puncte procentuale în cazul corporațiilor, Grafic 29. Prin urmare, considerăm aceste caracteristici ca fiind relevante pentru succesul unei firme.

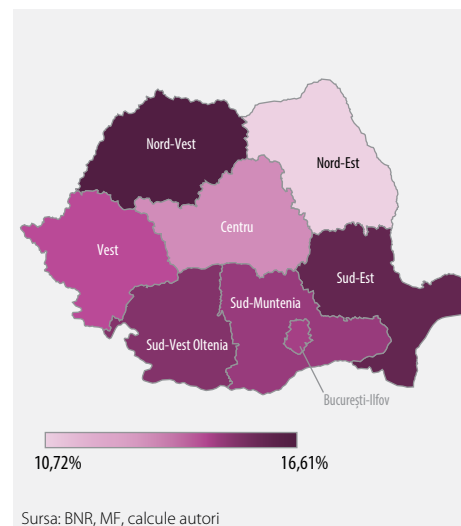
Grafic 29. Probabilitatea medie de succes estimată pentru o companie cu niveluri sănătoase ale indicatorilor financiari, niveluri de educație financiară peste nivelul mediu, cu finanțare din surse externe și a cărei conducere executivă deține studii superioare vs. o firmă în situația opusă, în funcție de dimensiunea companiei



Grafic 30. Probabilitatea medie de succes estimată pentru o firmă care nu îndeplinește caracteristicile care conduc la succesul firmei, în plan regional



Grafic 31. Probabilitatea medie de succes estimată pentru o firmă care îndeplinește caracteristicile care conduc la succesul firmei, în plan regional



În plan regional, există discrepanțe importante în ceea ce privește probabilitatea medie estimată de succes, însă, indiferent de regiune, aceasta crește semnificativ odată cu îndeplinirea de către firmă a caracteristicilor identificate în cadrul analizei ca fiind determinanți ai succesului. Astfel, cea mai redusă probabilitate de succes este estimată pentru firmele din regiunea Nord-Est (0,5 la sută și crește până la 10,7 la sută după îndeplinirea caracteristicilor enunțate), în timp ce probabilitatea cea mai ridicată de succes este prognozată pentru regiunea Nord-Vest (0,9 la sută și crește până la 16,6 la sută).

5. Concluzii

Lucrarea prezentă propune o metodologie de identificare a firmelor de succes, pe baza unor criterii de longevitate și desfășurare sănătoasă a activității și adaptării criteriului OCDE privind creșterea ridicată a firmelor. Companiile nefinanciare astfel identificate prezintă o serie de caracteristici distinctive, care includ deținerea unei ponderi mai mari a capitalului și creditului bancar în structura pasivului, precum și menținerea unor indicatori de sănătate financiară la niveluri superioare și în limitele recomandate. În plus, nivelul educației financiare a conducerii firmei se conturează a fi un factor esențial în parcursul către succes al companiilor nefinanciare, dat fiind faptul că firmele de succes prezintă scoruri superioare în ceea ce privește componentele educației financiare a întreprinderii. Merită a fi menționat faptul că circa 85 la sută dintre companiile de succes au capital majoritar autohton, acestea generând 56 la sută din valoarea adăugată brută asociată firmelor de succes.

În plus, pe baza unei analize econometrice de tip regresie logistică au fost identificate o serie de elemente care conturează imaginea standard a firmei de succes în România.

Conform rezultatelor, o firmă de succes este definită de următoarele caracteristici esențiale, care primează indiferent de sectorul de activitate: a) deținerea de către conducerea executivă a firmei de studii superioare, economice sau relevante pentru industria în care activează compania, b) un nivel de educație financiară (alfabetizare financiară și digitalizare) a firmei peste nivelul mediu, respectiv un scor de peste 50 la sută conform metodologiei OCDE, c) o capitalizare superioară a companiei, respectiv cu cât ponderea capitalului în pasivul bilanțier este mai ridicată, cu atât și probabilitatea de succes crește, d) finanțarea activității din surse externe companiei, respectiv prin credit bancar sau de la IFN, inclusiv cuantumul finanțării având influență asupra probabilității de succes și e) niveluri ale indicatorilor de sănătate financiară în limitele recomandate (grad de îndatorare mai mic de 200%, indicator de lichiditate generală între 100% și 200%). Pe de altă parte, finanțarea prin credite intragrup/mamă-fică nu are un impact semnificativ statistic asupra probabilității de succes, indiferent de proveniența capitalului firmei, în timp ce obținerea de finanțare de la instituțiile de credit autohtone conduce la augmentarea probabilității de succes indiferent de proveniența capitalului, cu un impact mai accentuat în cazul deținerii de capital majoritar autohton. Robustețea rezultatelor a fost testată prin estimarea coeficienților printr-un model de probabilitate liniară.

În plus, o serie de alți factori calitativi, care se concretizează în capacitatea firmei de a supraviețui pe o perioadă îndelungată și de a se adapta schimbărilor inerente de-a lungul ciclurilor economice și financiare, prezintă o importanță crescută pentru succesul firmei.

În final, având în vedere atributele identificate ca fiind cele mai relevante pentru atingerea succesului în cazul companiilor nefinanciare, considerăm că lucrarea de față poate constitui un sprijin pentru companiile prezente în economia României care au ca obiectiv dezvoltarea pe termen mediu și lung, de o manieră sănătoasă și durabilă din punct de vedere economic și financiar.

Bibliografie

- Banz, R., W. The Relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics* 9 (1): 3–18, 1981
- Bertrand, M.,
Schoar, A. Managing with style: the effect of managers on firm policies, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, 2003, pp. 1169-1208
- Bollen, L.,
Vergauwen, P.,
Schnieders, S. Linking Intellectual Capital and Intellectual Property to Company Performance, *Management Decisions*, Vol. 43, No. 9, 2005, pp. 1161-1185
- Cakici, N.,
Topyan, K. Market capitalization. In: Risk and return in asian emerging markets, Palgrave Macmillan, New York, 2014
- Crain, Michael, A. A Literature review of the size effect, 2011 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1710076>.
- Coad, A.,
Holm, J.,
Krafft, J.,
Quatraro, F. Firm age and performance, *Journal of Evolutionary Economics*, 2018
- Cucculelli, M.,
Peruzzi, V. Post-crisis firm survival, business model changes, and learning: evidence from the Italian manufacturing industry, *Small Business Economics*, 54: 459-474, 2020
- Darmadi, S. Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy, *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 23 No. 2, 2013, pp. 113-135
- Demir, R.,
Wennberg, K.,
McKelvie, A. The Strategic management of high-growth firms: A Review and theoretical conceptualization, 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2862341> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2862341>.
- Fang, V.,
Noe, T.,
Tice, S. Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, Issue 1, 2009
- Heidemann, M. Identifying the growth determinants of high-growth firms: A Systematic literature review, University of Twente, 2018
- Hubbard, R.,G.
Palia, D. Executive pay and performance: evidence from the U.S. banking industry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 1, 1995, pp. 105-130
- Georgescu, F.,
Gherghina, G.,
Cazacu, A.-M. The Correlation between Romanian financing pattern of firms and fixed capital formation in the real sector, *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 53, 2019, pp. 23-41
- Georgescu, F. The Capital in post-communist Romania, Editura Academiei Române, 2018
- Goswami, G.,
Medvedev, A.,
Olafsen, D. High-growth firms: Facts, fiction, and policy options for emerging economies, World Bank, 2019

- Makkonen, H.,
Pohjola, M.,
Olkkonen, R.,
Koponen, A. Dynamic capabilities and firm performance in a financial crisis, *Journal of Business Research*, 67: 2707-2719, 2014
- Magoutas, A.,
Papadogonas, T.,
Sfakianakis, G. Market structure, education and growth, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 12, 2012
- Neagu, F.,
Dragu, F.,
Costeiu, A. Pregătiți pentru viitor? O nouă perspectivă asupra economiei României, *Caiete de studii* nr. 46, BNR, 2017
- Permata, I.,
Alkaf, F. Analysis of market capitalization and fundamental factors on firm value, *Journal of Accounting and Finance Management*, 1 , 2020, pp. 59-71

Anexă

Tabel 1. Rezultatele estimării regresiei logistice pe populația firmelor de succes – coeficienți

Variabile	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Probabilitatea de succes					
Ponderea capitalului în pasiv între 10%-30%	1,646*** (0,143)	1,661*** (0,143)	1,695*** (0,144)			
Ponderea capitalului în pasiv între 30%-50%	1,899*** (0,141)	1,913*** (0,141)	1,975*** (0,142)			
Ponderea capitalului în pasiv > 50%	1,998*** (0,140)	2,010*** (0,140)	2,057*** (0,140)			
Sumă credit 500 mii.-1 mil. lei			0,805*** (0,086)			
Sumă credit 1 mil.-2 mil. lei			0,973*** (0,082)			
Sumă credit 2 mil.-5 mil. lei			1,029*** (0,073)			
Sumă credit > 5 mil. lei			0,912*** (0,068)			
Indicator lichiditate generală între 100%-200%	0,445*** (0,064)	0,444*** (0,064)	0,466*** (0,064)			
Indicator lichiditate generală între > 200%	-0,320*** (0,082)	-0,304*** (0,072)	-0,371*** (0,073)			
Tip companie: IMM	-0,463*** (0,082)	-0,431*** (0,082)	-0,408*** (0,085)	-0,415*** (0,082)	-0,658*** (0,082)	-0,606*** (0,082)
Capital majoritar autohton	0,798*** (0,061)		0,902*** (0,060)	0,493*** (0,062)	0,526*** (0,063)	0,728*** (0,063)
Firma are credit	1,037*** (0,048)			1,121*** (0,045)		
Credit cu garanție de stat					0,956*** (0,048)	
Grad de îndatorare < 200%				0,903*** (0,048)	0,930*** (0,048)	0,876*** (0,048)
Lichiditate generală adecvată (100%-200%)				0,660*** (0,044)	0,770*** (0,044)	0,968*** (0,042)
Firma nu are credit # capital majoritar autohton		0,990*** (0,078)				
Firma are credit # capital majoritar străin		1,488*** (0,113)				
Firma are credit # capital majoritar autohton		1,958*** (0,079)				
Firma are finanțare intragrup (credite mamă-fică)						-0,079 (0,188)
Observații	44 030	44 030	44 030	44 030	44 030	44 030
Efecte fixe pentru sectorul de activitate	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Efecte fixe pentru regiune	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Erori standard în paranteze						
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1						
Notă: Rezultatele reflectă situația față de valoarea de bază, respectiv valoarea 0 pentru variabilele <i>dummy</i> definite mai sus.						

Tabel 2. Rezultatele estimării regresiei logistice pe populația firmelor de succes – efecte marginale

Variabile	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Efecte marginale asupra probabilității de succes					
Pondere capitalului în pasiv între 10%-30%	0,042*** (0,003)	0,042*** (0,003)	0,042*** (0,003)			
Pondere capitalului în pasiv între 30%-50%	0,055*** (0,003)	0,056*** (0,003)	0,057*** (0,003)			
Pondere capitalului în pasiv > 50%	0,061*** (0,003)	0,062*** (0,002)	0,062*** (0,003)			
Sumă credit 500 mii.-1 mil. lei			0,048*** (0,007)			
Sumă credit 1 mil.-2 mil. lei			0,062*** (0,007)			
Sumă credit 2 mil.-5 mil. lei			0,067*** (0,006)			
Sumă credit > 5 mil. lei			0,057*** (0,005)			
Indicator lichiditate generală între 100%-200%	0,028*** (0,004)	0,027*** (0,003)	0,030*** (0,004)			
Indicator lichiditate generală între > 200%	-0,015*** (0,004)	-0,014*** (0,001)	-0,017*** (0,004)			
Tip companie: IMM	-0,028*** (0,006)	-0,027*** (0,001)	-0,025*** (0,006)	-0,025*** (0,006)	-0,043*** (0,007)	-0,040*** (0,007)
Capital majoritar autohton	0,036*** (0,002)		0,040*** (0,002)	0,023*** (0,003)	0,025*** (0,003)	0,033*** (0,002)
Firma are credit	0,060*** (0,003)			0,066*** (0,003)		
Credit cu garanție de stat					-0,063*** (0,004)	
Grad de îndatorare < 200%				0,044*** (0,002)	0,045*** (0,002)	0,043*** (0,002)
Lichiditate generală adecvată (100%-200%)				0,038*** (0,003)	0,045*** (0,003)	0,061*** (0,003)
Firma nu are credit # capital majoritar autohton		0,030*** (0,001)				
Firma are credit # capital majoritar străin		0,058*** (0,006)				
Firma are credit # capital majoritar autohton		0,097*** (0,003)				
Firma are finanțare intragrup (credite mamă-fică)						-0,004 (0,009)
Observații	44 030	44 030	44 030	44 030	44 030	44 030
Sector de activitate FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Regiune FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Erori standard în paranteze						
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1						

Tabel 3. Rezultatele estimării regresiei logistice pe eşantionul FCNEF – coeficienți

Variabile	Probabilitatea de succes							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ponderea capitalului în pasiv între 10%-30%	2,207*** (0,396)	2,187*** (0,397)		2,207*** (0,396)	2,194*** (0,396)			
Ponderea capitalului în pasiv între 30%-50%	2,400*** (0,395)	2,398*** (0,395)		2,412*** (0,395)	2,391*** (0,395)			
Ponderea capitalului în pasiv > 50%	2,255*** (0,395)	2,276*** (0,396)		2,249*** (0,395)	2,239*** (0,395)			
Sumă credit 500 mii.-1 mil. lei		-0,038 (0,267)						
Sumă credit 1 mil.-2 mil. lei		0,667*** (0,194)						
Sumă credit 2 mil.-5 mil. lei		0,560*** (0,165)						
Sumă credit > 5 mil. lei		1,037*** (0,113)						
Indicator lichiditate generală între 100%-200%	0,435*** (0,137)	0,450*** (0,138)		0,432*** (0,138)	0,435*** (0,138)			
Indicator lichiditate generală între > 200%	0,077 (0,158)	0,106 (0,160)		0,090 (0,158)	0,090 (0,158)			
Tip companie: IMM	-0,813*** (0,106)	-0,670*** (0,106)	-0,906*** (0,101)	-0,778*** (0,102)	-0,818*** (0,101)	-0,824*** (0,102)	-0,850*** (0,101)	-0,777*** (0,102)
Firma are credit			0,788*** (0,095)	0,673*** (0,097)	0,632*** (0,098)	0,718*** (0,096)	0,718*** (0,096)	0,709*** (0,096)
Grad de îndatorare < 200%			0,393*** (0,100)			0,391*** (0,100)	0,395*** (0,100)	0,405*** (0,100)
Lichiditate generală adecvată (100%-200%)			0,536*** (0,092)			0,507*** (0,092)	0,516*** (0,091)	0,503*** (0,092)
Studii superioare conducere				0,843*** (0,184)				0,791*** (0,185)
Scor alfabetizare financiară > nivelul mediu					0,488** (0,236)		0,556*** (0,236)	0,454* (0,237)
Scor digitalizare > nivelul mediu					0,285*** (0,094)		0,301*** (0,094)	0,257*** (0,094)
Firma efectuează plăți online						0,256** (0,114)		
Firma deține un website al afacerii						0,379*** (0,100)		
Firma nu are credit # capital majoritar autohton	-0,488*** (0,153)							
Firma are credit # capital majoritar străin	0,287* (0,163)							
Firma are credit # capital majoritar autohton	0,451*** (0,133)							
Observații	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355
Sector de activitate FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Regiune FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Erori standard în paranteze								
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1								
Notă: Rezultatele reflectă situația față de valoarea de bază, respectiv valoarea 0 pentru variabilele <i>dummy</i> definite mai sus.								

Tabel 4. Rezultatele estimării regresiei logistice pe eșantionul FCNEF – efecte marginale

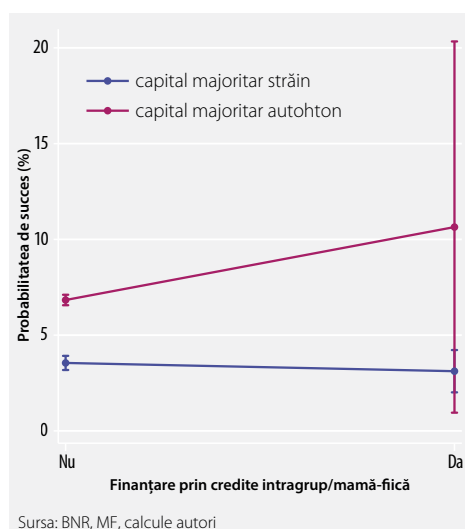
Variabile	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Efecte marginale asupra probabilității de succes								
Pondere capitalului în pasiv între 10%-30%	0,054*** (0,006)	0,052*** (0,006)		0,054*** (0,006)	0,053*** (0,006)			
Pondere capitalului în pasiv între 30%-50%	0,066*** (0,006)	0,065*** (0,006)		0,066*** (0,006)	0,065*** (0,006)			
Pondere capitalului în pasiv > 50%	0,057*** (0,004)	0,057*** (0,005)		0,058*** (0,005)	0,059*** (0,005)			
Sumă credit 500 mii.-1 mil. lei		-0,002 (0,010)						
Sumă credit 1 mil.-2 mil. lei		0,036*** (0,013)						
Sumă credit 2 mil.-5 mil. lei		0,029*** (0,010)						
Sumă credit > 5 mil. lei		0,067*** (0,009)						
Indicator lichiditate generală între 100%-200%	0,023*** (0,004)	0,024*** (0,007)		0,023*** (0,007)	0,023*** (0,007)			
Indicator lichiditate generală între > 200%	0,004*** (0,004)	0,005 (0,007)		0,004 (0,007)	0,004 (0,007)			
Firma are credit			0,043*** (0,005)	0,036*** (0,005)	0,034*** (0,005)	0,038*** (0,005)	0,039*** (0,005)	0,038*** (0,005)
Grad de îndatorare < 200%			0,020*** (0,005)			0,020*** (0,005)	0,020*** (0,005)	0,021*** (0,005)
Lichiditate generală adecvată (100%-200%)			0,030*** (0,005)			0,028*** (0,005)	0,029*** (0,005)	0,028*** (0,005)
Studii superioare conducere				0,035*** (0,006)				0,033*** (0,006)
Scor alfabetizare financiară > media					0,022*** (0,009)		0,024*** (0,008)	0,021*** (0,009)
Scor digitalizare > media					0,016*** (0,005)		0,017*** (0,005)	0,014*** (0,005)
Firma efectuează plăți online						0,013** (0,006)		
Firma deține un website al afacerii						0,019*** (0,005)		
Firma nu are credit # capital majoritar autohton	-0,02*** (0,003)							
Firma are credit # capital majoritar străin	0,016*** (0,008)							
Firma are credit # capital majoritar autohton	0,027*** (0,005)							
Observații	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355	9 355
Sector de activitate FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Regiune FE	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da
Erori standard în paranteze								
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1								

Tabel 5. Statistici descriptive eşantion control

	Număr firme	Firme cu credit	Firme cu credite cu garanție de stat	Firme cu finanțare intragrup (credite mamă-fică)	Firme cu capital autohton	Firme care au apelat la moratorii COVID-19
Eșantion control	44 033	11 066	6 165	602	30 003	1 402
Firme de succes în eşantion control	2 642	1 562	975	35	2 251	216
Pondere firme de succes în eşantion control	6%	14%	16%	6%	8%	15%
Firme la nivelul economiei	784 102	115 767	58 760	2 330	744 132	10 704
Pondere firme eşantion în total economie	6%	10%	10%	26%	4%	13%
Pondere în total economie	100%	15%	7%	0,3%	95%	1%

Tabel 6. Statistici descriptive eşantion succes

	Număr firme	Firme cu credit	Firme cu credite cu garanție de stat	Firme cu finanțare intragrup	Firme cu capital autohton
Eșantion sondaj FCNEF	9 388	3 835	1 971	333	6 999
Firme de succes în eşantion sondaj FCNEF	557	349	188	22	378
Pondere firme de succes în eşantion sondaj FCNEF	6%	9%	10%	7%	5%
Pondere firme de succes eşantion sondaj în firme de succes eşantion control	21%	22%	19%	63%	17%

Grafic A. Efectul finanțării intragrup asupra probabilității de succes, în funcție de proveniența capitalului. Eșantion de control**Grafic B.** Efectul finanțării intragrup asupra probabilității de succes, în funcție de proveniența capitalului. Eșantion sondaj FCNEF