

ОЦЕНКА НА ФАКТОРНОТО ВЛИЯНИЕ НА ЗАДЛЪЖНЯЛОСТТА И ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТТА ВЪРХУ ЕФЕКТИВНОСТТА НА ПРЕДПРИЯТИЯТА

*Доц. д-р Силвия Трифонова
УНСС – София, катедра „Финанси”,
Финансово-счетоводен факултет*

Увод

Актуалността на изследването е тясно свързана със засиления интерес във финансовата наука към ефективността на предприятията и нейната тясна обусловеност от такива сложни фактори като задлъжнялостта и платежоспособността. Задачата на автора е да се отговори на въпроса, дали задлъжнялостта и платежоспособността могат да се разглеждат като фактори за ефективността на българските предприятия в условията на криза. От извършените научни проучвания не се констатира, този въпрос досега да е поставян в специализираната финансова литература в България, но той определено заслужава внимание. Освен това в българската наука до момента не се срещат емпирични анализи, посветени на връзката между задлъжнялостта, платежоспособността и ефективността на българските компании в условията на глобалната финансово-икономическа криза. Сред съществуващия широк обхват на измерители на фирмената ефективност настоящият анализ е концентриран върху ефективността към инвестирания капитал, тъй като тя дава ясна картина за това, доколко ефективен е мениджмънтът на предприятието при използване на активите му за реализиране на печеливши инвестиции. Повишеният риск и несигурност при кризата, понижената доходност и нарастващият натиск, упражняван от кредитори, инвеститори и други агенти, наред с ограничените финансови средства, принуждават фирмите да търсят начини за повишаване на ефективността си, с цел да поддържат своята конкурентоспособност.

Основната цел на студията е да се изследва и оцени влиянието на задлъжнялостта и платежоспособността върху ефективността на предприятията както в теоретико-методологичен контекст, така и чрез прила-

гането на богат емпиричен анализ на водещи български предприятия в условията на глобалната финансово-икономическа криза от 2007 г. Фокусът на изследването е поставен върху фирмената ефективност в качеството ѝ на базисна категория с широк оценъчен обхват, която изразява рационалното използване на ресурсите (активите) и капитала (пасивите) на предприятията.

Изследователската теза на труда е, че задлъжнялостта и платежоспособността са значими фактори, въздействащи върху ефективността на българските предприятия в условията на финансово-икономическа криза. Ако се приеме съответната теза, следва, че ефективността зависи първо от капиталовата структура на предприятието, т.е. съотношението „привлечен капитал: собствен капитал”, като израз на финансовата задлъжнялост, и второ, от наличието на собствен и текущ оборотен капитал във фирмата, като израз на дългосрочната и краткосрочната ѝ платежоспособност.

Изследването си поставя следните основни задачи:

1. Да се идентифицират и систематизират основните теоретико-методологични постановки по отношение на финансовия риск на предприятието и неговата оценка и управление.

2. Да се проучат базисните взаимовръзки между корпоративната задлъжнялост и платежоспособността с оценъчната функция на ефективността (измерена чрез съотношенията на печалбата към инвестирания и собствения капитал, приходите, пълните разходи и себестойността), с фокусиране върху ефективността към инвестирания капитал.

3. Да се направи емпирично изследване и оценка на зависимостта между ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността на водещите български предприятия в условията на глобалната финансово-икономическа криза чрез прилагането на два различни методологични подхода.

4. Да се формулират изводи относно общото влияние на двата значими фактора – платежоспособността и задлъжнялостта, върху ефективността на изследваните български предприятия в условията на финансово-икономическа криза.

Избраната авторова методология включва следните научни изследователски подходи: теоретико-методологичен анализ; индукционен и дедукционен метод; метод на анализа и синтеза; сравнителен анализ; системен подход; критичен анализ; емпиричен анализ с таблично и графично представяне на получените резултати.

За по-голяма икономическа достоверност на настоящото изследване в него се обхващат 50 водещи предприятия в България, като достатъчно представителен брой за анализа. Периодът време за изследването

е три години в условията на глобалната финансово-икономическа криза – 2007-2009 г.

Методологията на емпиричното изследване включва два основни момента: първо, анализ на обособените показатели за ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността на предприятията, т.е. без изучаване на връзката помежду им, и второ, анализ на двустранните зависимости между изследваните показатели „ефективност – задлъжнялост”, „ефективност – платежоспособност” и „задлъжнялост – платежоспособност”, с обобщаване на крайните резултати в матрични модели.

Структурата на изследването е, както следва: На първо място се разкриват същностните характеристики на риска и в частност, на финансовия риск, както и на тяхната количествена оценка и отражение върху финансовото състояние на предприятията. На второ място се изследват особеностите на връзката „ефективност – задлъжнялост – платежоспособност”, изведена от модела на ДюПонт, но доразвита чрез използване на различни абсолютни и относителни показатели за оценка на финансовото състояние на предприятията. Поставя се акцент върху анализа на ефективността към различни икономически бази и главно към задлъжнялостта и към платежоспособността. На трето място, се осъществява богат емпиричен анализ на трите водещи показатели и паралелно измерване на двустранните зависимости „ефективност – задлъжнялост”, „ефективност – платежоспособност” и „задлъжнялост – платежоспособност” за 50 водещи български предприятия в периода 2007-2009 г. Студията завършва с обобщаване на резултатите от направеното емпирично изследване.

1. По въпроса за същността на риска

Изясняването на съдържанието на понятието „риск” във финансовия мениджмънт е свързано с взаимовръзките „*Риск и вероятност*” и „*Риск и опасност*”. Някои от определенията за риска се ограничават до вероятността от сбъдването на дадено събитие, докато по-изчерпателните включват както вероятността за възникване на събитието, така и последствията от него. Събитие с ниска степен на вероятност, със значителни отрицателни последици, за което аналитиците не могат да направят конкретна преценка, се квалифицира като опасност.

Дефиницията на понятието „риск” се свежда до събитие с висока степен на вероятност, за което са налице достатъчно данни, за да се направи оценка както на вероятността за възникването му, така и на последствията от него. Рискът се дефинира още като „*събитие или група*”

случайни събития, нанасящи ущърб (вреда) на обект, притежаващ дадения риск”¹. Обектът може да бъде материален обект или имуществен интерес или някакво свойство на обекта, а щетата представлява влошаване или загуба на свойство на обекта.

По същество рискът се определя и като „*негативното отклонение от поставената цел*” или „*вероятността да настъпи отклонение от заложените параметри*”². Отклонението може да е негативно (заплаха) или да е под формата на благоприятен шанс. Рискът основно се разбира като негативен. При оценката на последствията някои дефиниции за риска се фокусират по-скоро върху негативните последствия, докато други са по-широки и третират като риск както положителните, така и отрицателните последици. Работната дефиниция за риска се свежда само до нежеланите резултати от дадено събитие и до оценката на очакваните щети от неговото настъпване.

В корпоративните финанси рискът се дефинира като подлежаща на анализ и оценка степен на несигурност на финансовите резултати от дейността на предприятието. **Рискът за предприятието** е пряко свързан с риска на неговите инвестиции в реални активи. М. Александрова дефинира риска на предприятието или инвестиционния риск като подлежаща на анализ и оценка степен на несигурност за получаването на очакваните резултати от функционирането му.³ Най-често оценката се прави за очакваната ефективност (на извършените инвестиции) или за нетната настояща стойност (ННС) на инвестицията (за целите на вземането на инвестиционно решение). Съществуват различни компоненти на риска за предприятието, като от икономическа гледна точка може да се счита, че с най-голямо значение са инфлационният риск, валутният и финансовият риск. Инфлационният риск, наричан още „риск за покупателната способност”, се дефинира като риск, произтичащ от неблагоприятния ефект на инфлацията върху реалната доходност от инвестициите. Валутният риск е този, който произтича от неочаквани промени на валутните курсове. Той има важно значение за формирането на инвестиционния риск на проекти, които се свързани с международните пазари.

Финансовият риск, от една страна, се определя като риск, произтичащ от промени в цените на финансовите активи като лихвените

¹ Попчев, И. Стратегии за управление на риска - записки на лектора, декември 2004 г., с. 5.

² Knight, F. H. Risk Uncertainty and Profit, Chicago University Press, Chicago, 1971.

³ По-подробно вж. Александрова, М. Оптимизация на инвестиционния избор. С., „Тракия-М”, 2001 г., с. 246.

проценти, цените на акциите и др.⁴ Определя се и като риск, свързан с вероятност за загуба на парични средства. Същевременно финансовият риск се дефинира и като следствие от специфичните характеристики на използваните източници за финансиране на инвестицията.⁵ Този риск зависи от относителния дял на финансирането с кредити, по които има фиксирани плащания. С други думи това е допълнителен риск, който се поражда от използването на лихвен дълг. При използването на значителен привлечен капитал се повишава несигурността за получаване на очаквания финансов резултат. Оценката на финансовия риск изисква подробен анализ на потоците по финансирането на проект, в т.ч. възможните отклонения на отрицателните финансови потоци по обслужването на заемите. В тази връзка особено важно е оценяването на лихвения риск, т.е. опасността от неочаквана промяна на лихвените проценти по кредити, договорени с плаващ лихвен процент. Счита се, че в условията на финансово-икономическа криза предприятията ще се стремят да намаляват финансовия риск и да противодействат на общата икономическа нестабилност.

Бизнес рискът се изразява в нестабилността на възвръщаемостта на инвестирания капитал. Основните фактори, които влияят върху него, са: нестабилност на търсенето на продукцията; нестабилност на продажните цени; нестабилност на цените на ресурсите; възможност да се влияе върху продажните цени; възможност да се разработват нови продукти; степен на излагане (уязвимост) на чуждестранен (външен) риск (т.е. от други държави); относителен дял на постоянните разходи в общите разходи по дейността и др.⁶ Всички посочени фактори, освен дела на постоянните разходи в общия обем на разходите по дейността, засягат общо предприятията в отрасъла. Последният фактор се определя от избора на съответна технология на производството и в известна степен зависи от решенията за развитието на дейността. Бизнес рискът се изразява в това, че изменението на печалбата от дейността вследствие на изменението на приходите от продажби е в различна степен.⁷

⁴ Вж. **Moosa, I. A.**, *Operational Risk Management*, Palgrave, Macmillan, London, 2007, pp. 13-16.

⁵ **Александрова, М.** Цит.съч., 2001 г., с. 249.

⁶ Вж. **Александрова, М.** „Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза”, В колективно научно изследване по университетски научноизследователски проект „Проблеми на оповестяването, оценката и контрола на риска в следприсъединителния период на България към ЕС”, Договор за университетска научна поръчка № 21.03 – 9/2008 г., Фонд „Научни изследвания” на УНСС, С., 2008 г., с. 2.

⁷ Вж. **Александрова, М.** „Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза”, Презентация по *университетски*

Теорията на корпоративните финанси в голяма степен е изградена върху основополагащата **зависимост „ефективност – риск“**. Тя се отчита както при вземането на инвестиционни решения, така и при определянето на подходящите източници на финансиране. Тази зависимост най-добре изпъква при обсъждането и избора на алтернативни инвестиции: дялови инструменти (титули на собствен капитал – обикновени акции), които са по-рискови от дълговите инструменти (привлеченият капитал – облигациите), но носят по-висока доходност от вторите в дългосрочен план.

Решенията, отнасящи се до това, какви видове риск да се поемат и в каква степен, са ключови за успеха на дадена дейност.

Управлението на риска (риск мениджмънтът) по същество се определя като целенасочен процес на компромис между изгодата от намалението на риска и необходимите за това разходи и вземането на решение за предприеманите действия.⁸ Това е система за управление на риска и на финансовите отношения в този процес. Същевременно това е процес, чрез който мениджърите *„идентифицират ключовите рискове, получавайки последователни и разбираеми мерки за измерване на риска, избирайки кои рискове да намалят и кои да увеличат и чрез какви средства, и установявайки процедури за наблюдение на резултиращата рискова експозиция“*⁹. По този начин мениджърите удовлетворяват нуждите за оценка на потенциалните загуби и за наблюдение на техните позиции, както и за създаване на стимули за поемането на разумен риск.

Също така риск мениджмънтът се дефинира като съвкупност от *„основаващите се на планов или целеви анализ действия по управление на рисковете и контрол върху взетите решения“*¹⁰. Контролът върху риска трябва да бъде адекватно планиран и подчинен на ясни, строго определени цели със системен, а не с инцидентен характер. Необходим е интегриран подход при комплексното управление на предприятието, основан на стриктното съблюдаване на последователността от четири етапа¹¹:

научноизследователски проект „Проблеми на оповестяването, оценката и контрола на риска в следприсъединителния период на България към ЕС“, Договор за университетска научна поръчка № 21.03 – 9/2008 г., Фонд „Научни изследвания“ на УНСС, С., 2008 г., с. 7.

⁸ Попчев, И. Цит. съч., 2004.

⁹ Pyle, D. H. „Bank Risk Management: Theory“, Research Programme in Finance Working Paper, No. RPF-272, UC Berkeley Research Programme in Finance, July 1997, p. 2.

¹⁰ Завадска, З., Иванич-Дроздовска, М., Яворски, В. Банково дело, С., УИ „Стопанство“, 2004 г., с. 217.

¹¹ Вж. Schachter, B. The Practice of Risk Management. April 2004.

1 етап. Идентифициране на риска – тук се определят видовете рискове, с които се сблъсква предприятието, тяхното състояние, движещите фактори на всеки един вид риск, начините на взаимодействие на рисковете помежду им и стратегията на ръководството за тяхното управление.

2 етап. Оценка (измерване) на риска – тук се избират и се прилагат конкретни методи за оценка на риска. Установява се количествена и/или качествена оценка на рисковете, на техните характеристики, вероятността и размера на възможна загуба за предприятието. Инвестиционният риск подлежи на качествен и количествен анализ, т.е. може да се изследва и да се измери. Методите за количествена оценка на риска се различават в зависимост от това, дали се отнасят до риск по финансови инструменти на собственост, инструменти с фиксиран доход или опционни контракти. Например някои от използваните методи в тези случаи са следните¹²:

При оценката на риска на инструменти на собственост се определят като надеждни „beta” подходът – изчисляване на бета коефициент на акциите, факторните модели, подходът „стойност под риск” („Value at Risk”, VaR) и др.

За оценката на риска на инструменти с фиксиран доход се прилагат методи като измерители на чувствителността, факторни модели, подходът „стойност под риск” и др.

При оценката на риска на опционните контракти се прилага подходът „стойност под риск”, както и подходите „делта” (delta), „гама” (gamma), „вега” (vega), „тета” (theta), „ро” (rho).

3 етап. „Управление на риска” – този етап включва:

а) Избор на метод за въздействие върху риска за минимизиране на възможната загуба за стопанската единица. Трябва да са налице детайлна структура на ограниченията и насоки за поемането на всеки отделен вид риск. Трябва да се оцени сравнителната ефективност на достъпните методи за влияние по различни критерии: целесъобразност, ефективност, икономичност, леснота, гъвкавост. Избраните методи се прилагат при непосредственото въздействие върху риска.

б) Решение на фирмения мениджмънт за управлението на риска, като се определят необходимите ресурси за избрания метод за въздействие върху риска, прави се анализ на средата и разпределение на отговорностите на лицата във връзка с риск мениджмънта. Важно място заема интуицията на риск мениджъра и използването на евристични

¹² Вж. Трифонова, С. Управление на риска в банката. С., Изд. „ТРАКИЯ М”, 2015 г., с. 23.

правила¹³, като например следните: „Да не се рискува повече, отколкото позволява наличният капитал“; „Винаги да се мисли за последиците от риска“; „Положително решение да се взима само при липса на съмнения“; „Да не се рискува много заради малко“; „При наличие на съмнения да се вземат отрицателни решения“; „Да не се мисли, че винаги има само едно решение, възможно е да има и други варианти“ и др.

в) *Непосредствено въздействие върху риска* – то намира израз в прилагане на един от следните методи за влияние върху риска:

* *Намаляване (редуциране) на риска и предотвратяване на риска, респ. ограничаване на загубата (щетата)*, т.е. намаляване размера на възможната загуба или на вероятността за възникването на риск. Това е свързано с предупредителни организационно-технически мероприятия, като системи за контрол и оповестяване, технически средства, усилване на безопасността на съоръжения и сгради, обучение на персонала и др. Включва се и пълното избягване на риска, макар че на практика пълното премахване на неблагоприятните събития не е възможно.

* *Запазване на риска на съществуващото равнище* със създаване на вътрешни и външни резервни фондове за самозастраховане за компенсиране на загуби.

* *Прехвърляне (трансфер) на риска* с предаване на отговорностите за риска върху трети лица при неговото запазване на съществуващото му равнище. За целта се прилага хеджиране на риска, диверсификация на риска и други методи.

4 етап. „Контрол върху извършените действия“. Осъществява се вътрешен контрол и анализ на получената информация за загубите за предприятието от реализацията на рисковете и предприетите действия за тяхното минимизиране. За целта се разработват и поддържат информационни системи за контрол, наблюдение и отчитане на рисковете с изготвяне на протоколи за резултатите от риск мениджмънта. Необходимо е да се създаде култура за добро управление на риска, а риск мениджърите да развият задълбочени познания относно концентрацията на риск, корелацията между отделните рискове и системите за тяхната превенция.¹⁴ Краен резултат от ефективния мониторинг и контрол на риска е да се създаде доверие в предприятието. В последните години риск мениджмънтът все повече се обръща към нов важен проблем – на-

¹³ Вж. Попчев, И. Цит. съч., 2004 г., с. 48.

¹⁴ Вж. Вачков, Ст. За необходимостта от нова рискова култура на банковия мениджмънт, В: Сборник доклади „Световната криза и икономическото развитие“, Том 2, Университетско изд. „Наука и икономика“, Варна, 2010 г., с. 25.

чинът, по който различните видове рискове си взаимодействат един с друг при кризисни условия.¹⁵

2. Финансовият риск и неговата оценка

Финансовият риск е особено актуална тема в специализираната финансово-счетоводна литература, свързана със своевременното акумулиране и използване на наличните капиталови ресурси на предприятието. Г. Галиц говори и за „счетоводен риск”, разбран като счетоводно измерване на несигурността. В голяма степен той е еквивалент на финансовата оценка на риска, но има някои особености поради ориентацията на счетоводното изследване към фактическата дейност, отразена във финансовите отчети.¹⁶ Ретроспективното изучаване на риска във връзка с използването на основните финансово-отчетни категории е отличителна черта на счетоводното измерване на риска за разлика от неговата финансова оценка.

Трите мощни сили на финансовото изследване от векове са били **ефективността, платежоспособността и задлъжнялостта**. Степента на тяхното разбиране и използване за целите на обхвата на финансовото изследване са варирали в течение на времето, но са си останали неговите незаменими стълбове. Измежду тях ефективността е с най-широк оценъчен обхват, защото изразява рационалното използване на двустранно изразените страни на производителните сили – ресурсите (активите) и капитала (пасивите) на стопанската единица. По-широко казано, задлъжнялостта преимуществено изразява степента на отрицателното използване на корпоративния капитал. За сравнение, платежоспособността – дългосрочна и краткосрочна – изразява степента на положителното използване на съответния капитал. Както задлъжнялостта, така и платежоспособността, играят много съществена, макар и спомагателна, роля по отношение на базисната оценъчна категория за ефектив-

¹⁵ **Wellink**, N. Risk Management & Financial Stability: Basel II and beyond, Remarks by Dr. Nout Wellink, President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, at the GARP 2007 8th Annual Risk Management Convention & Exhibition, New York, 27 February 2007, *BIS Review 18/2007*, p. 2.

¹⁶ Отбелязва се, че „...счетоводният риск има силно изразена ретроспективна същност, тъй като изяснява начина, по който паричните потоци, активите и пасивите са били изложени на риск в един реален период, или опасността от възникване на подобен риск през следващия етап.” (Галиц, Г. Финансов инженеринг. Бургас, „Делфин”, 1994 г., с. 447).

ността, която е средоточието на финансовия анализ и оценка на състоянието на предприятието.

Във финансовия икономикс изследването на риска е в контекста на базисната зависимост „ефективност – риск”, с използван показател за **ефективността – реализираната доходност (възвращаемост, рентабилност)**. Ефективността се определя като относителна (процентна) величина, изчислена по отношение на различни бази – знаменатели във формулата за нея.

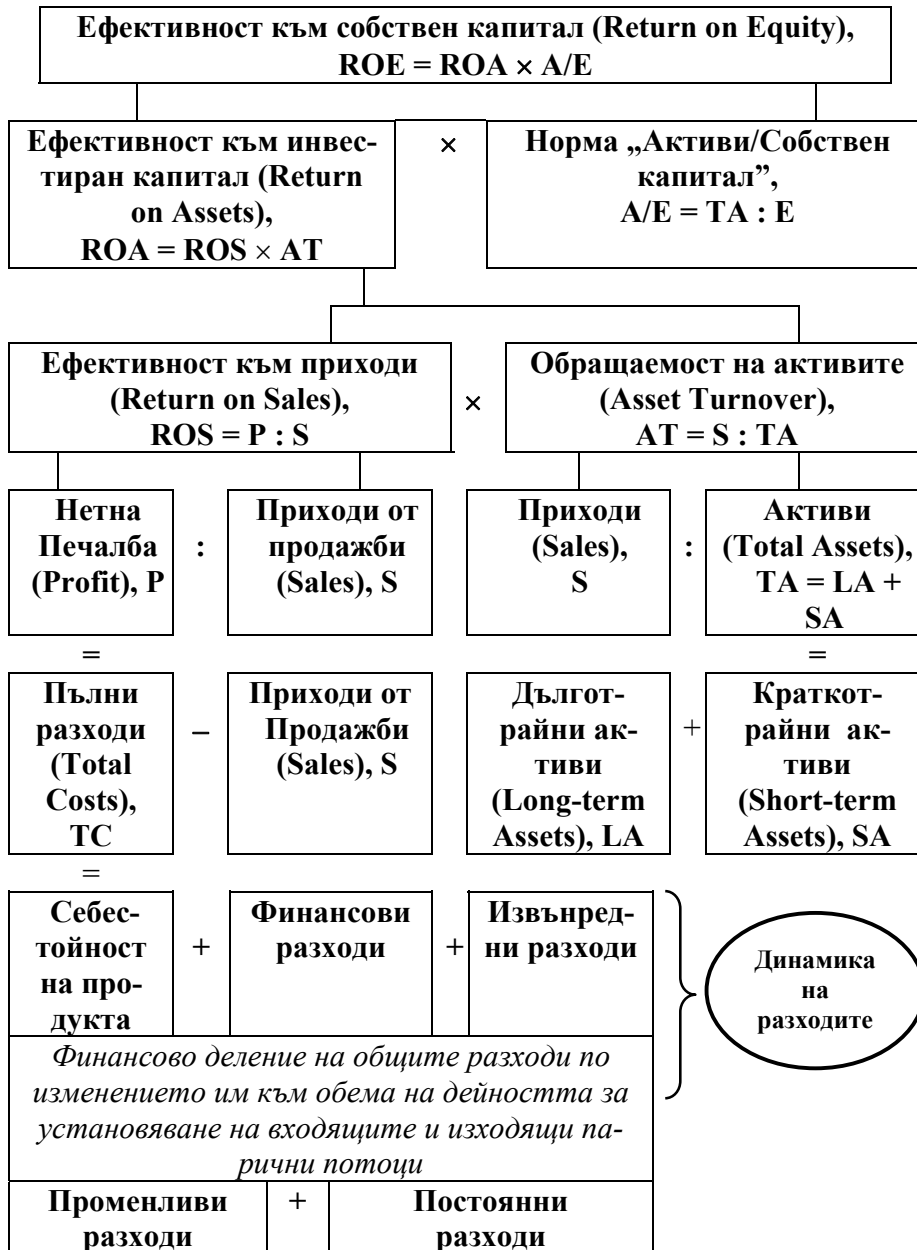
Общата ефективност се установява като производението на нормата на печалбата и обръщаемостта на активите (инвестирания капитал) по т.нар. **подход (формула, модел) на ДюПонт** (Фиг. 1), създаден от корпорация „ДюПонт” през 20-те години на миналия век. Целта е била да се разработи анализ за обяснение на движещите фактори на ефективността към собствения капитал (Return on Equity, ROE), т.е. на рентабилността, която предприятието реализира с инвестираните средства от неговите собственици (акционери). Моделът на ДюПонт е пирамидален подход за изразяване на ефективността, познат дори и в годините на централизираното управление на българската икономика, но тогава се е изчислявал показателят „*ефективност към производствените фондове*” (основни и оборотни).

Ефективността е определена като особено полезен индикатор при оценяването на корпоративната дейност в множество минали изследвания.¹⁷ Тя е била добре позната на българските икономисти още в първата половина на миналия век.¹⁸ Финансовата ни наука винаги е изследвала зависимостта „ефективност – риск” в представения вид на Фигура 1, но при централизираната икономика не е била разработена теорията за капиталовата структура на предприятието и е бил изоставен важният показател за *капиталовия (финансовия) лост* или *ливъридж (leverage)*.

¹⁷ Altman, E. I. „Predicting Financial Distress of Companies. Revisiting the Z-Score and Zeta® Models”, July 2000, p. 37.

¹⁸ В началото на 20-те години на миналия век у нас за направленията във финансовото изследване по формираните отчети се казва: „... стопанствената анализа върху един баланс се ограничава само в изследване: 1. Начина на употреблението на актива. 2. Продължителността на употреблението. 3. Сигурността на употреблението. 4. Резултатността на употреблението и 5. Реализуемостта на отделните активни части. Що се отнася до начина на употреблението (пласирането), изтъкна се и по-рано нуждата от строго разграничение на актива на: а) Обращаемо имущество (оборотен капитал), б) Имущество за постоянно употребление (постоянен капитал).” (Добрев, Д. Учение за балансите от счетоводно, стопанско и юридическо гледище и с оглед към прилагането на Закона за търговските книги, С., 1922 г., с. 77.) (Довоенното понятие „пласиране на активите” е буквална употреба на френския термин *placement* (употреба). Например френският израз „*Valeur mobiliere de placement*” означава ценна книга.)

**Норма (%) на ефективност =
Норма (%) на печалбата × Обращаемост на инвестиция капитал
(активи)**



Фигура 1. Модел на ДюПонт

Двата базисни елемента на формулата на ДюПонт – нормата на печалбата (нетната печалба) и обръщаемостта (оборотът) на активите, допълнително се раздробяват за по-детайлна картина на корпоративната ефективност, при което се оформя системата от финансови показатели. Нетната печалба и обръщаемостта на активите са счетоводни сигнали, които измерват различни страни на корпоративните операции и следователно имат различни свойства. Нетната печалба е тясно свързана с факторите, влияещи върху ценообразуването, като продуктова иновация, продуктово позициониране, признаване на брандове (търговски марки), заемане на пазарни ниши и др. Обръщаемостта на активите измерва използването и ефективността на активите, което най-вече произтича от ефективното ползване на собствеността, сградите и оборудването, ефективния процес по складиране на запаси, и други форми на управление на оборотния капитал.¹⁹

Финансовият лост (ливъридж) се представя чрез съотношенията:

Привлечен капитал : Собствен капитал
Привлечен капитал : Инвестиран капитал

Практически при изразяването на финансовия лост (ливъридж) е по-приложимо първото съотношение, защото то непосредствено измерва възможността, с наличния собствен капитал да се възстановява (покрива) финансовата задължнялост на предприятието. Собственият капитал, като задължителен в капиталовата структура на предприятието, не е обвързан със срочност. Дългосрочният привлечен капитал е сравнително стабилен финансов източник, тъй като присъщите му задължения не са изисквани в рамките на отчетния период. Поради тази причина често дългосрочната финансова задължнялост се третира по начин, сходен на собствения капитал.

Обвързването на задължнялостта с показателите за ефективността, определяни чрез съотнасянето на печалбата към инвестирания и собствения капитал, приходите, пълните разходи и себестойността, разширява оценъчната функция на ефективността. Характерна е също връзката на задължнялостта с видовете платежоспособност на предприятието. В този смисъл дългосрочната платежоспособност се изразява от възможността предприятието да набавя и възстановява с наличния собствен капитал с неговите дълготрайни активи. По отношение на тях в довоенната ни литература се разглежда възможността за собственото фи-

¹⁹ Вж. Soliman, M. T. „The Use of DuPont Analysis by Market Participants”, *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, 2008, p. 824.

нансиране на предприятието: то не трябва да надхвърля сумата на дълготрайните активи, което е важно за бъдещото банково финансиране.



Фигура 2. Връзка „ефективност – задлъжнялост – платежоспособност”

Превишаването на собствения капитал над дълготрайните активи представлява изразходваните собствени средства на предприятието за набавяне на оборотни ресурси, т.е. собственият оборотен капитал. Превишаването на дълготрайните активи над собствения капитал означава, че придобиването им е финансирано с дългосрочни заеми, т.е. недостиг на собствен оборотен капитал за целите на текущата активност.²⁰ На

²⁰ Според Д. Добрев счетоводната функция в широк смисъл трябвало да се „схваща като економология на стопанските организми”²⁰, при което за показател на „минималните граници на финансиране съ собствен капитал... ще ни служи самата големина на постоянното имущество... Във индустрията, където постоянните инвестиции имат преобладаващо значение, едно техно уголемяване надъ нормата на собствения капитал би било допустимо, но само при условие, че техното

Фигура 2 в обобщен вид е представена връзката „ефективност – задлъжнялост – платежоспособност” на предприятието.

Ефективността е сложна икономическа категория, чието равнище зависи от множество икономически фактори. Определен интерес представлява нейното изследване от гледна точка на такива също така комплексни фактори като задлъжнялостта и платежоспособността. Икономическата логика предполага, че ефективността е функция на последните два фактора, т.е. може да се напише изразът:

$$\text{Ефективност} = f(\text{Задлъжнялост}; \text{Платежоспособност})$$

Въпросът обаче е да се даде количествен израз на тази функция. С други думи да се изследва влиянието на сложните фактори за задлъжнялостта и ефективността върху обобщаващата икономическа категория за ефективността.

3. Методология на емпиричното изследване на зависимостта между ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността

Емпирично изследване на зависимостта между ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността на предприятията се прилага, с цел да се оцени финансовото им състояние чрез използване на различни абсолютни и относителни показатели. В най-общ план подходът акцентира върху анализа на ефективността към различните икономически бази, задлъжнялостта и платежоспособността. В специализираните трудове няма еднозначни отговори на зависимостта между тези три базисни категории. Посочените показатели се променят за различните икономически отрасли и дори в границите на отделния отрасъл. Тяхното въздействие е много съществено за инвеститорите, кредиторите и другите категории агенти, които имат различни интереси спрямо предприятието.

За по-голяма икономическа достоверност на настоящото изследване в него се обхващат **50 водещи предприятия в България** като достатъчно представителен брой за анализа. Периодът на анализа обхваща три години, от 2007 г. до 2009 г. включително, т.е. в условията на разразилата се първоначално глобална финансова криза, която по-късно прерасна в глобална икономическа криза, наричана дори Великата рецесия.

финансиране ще се извършва по пътя на дългосрочния (ипотекаренъ, облигационенъ) кредитъ.” (Добрев, Д. Цит.съч., с. 159).

В Приложение 1 са представени данни за инвестирания капитал на изследваните 50 водещи български предприятия като изразител на финансовата им корпоративна мощ. В Приложение 2 са посочени данни за нетната печалба, реализирана от изследваните предприятия през същия период. Тези данни обаче са общопознавателни, като с цел разкриване на финансовото състояние на предприятията и на риска по инвестиране в тях анализът се задълбочава чрез разкриване на зависимостите между изследваните категории:

- „*ефективност – задлъжнялост*”;
- „*ефективност – платежоспособност*”.

Икономическите основания за изследването на важните двустранни зависимости се извеждат на база на дългогодишната финансова логика. За общопознавателни информационни цели в Приложение 3 се представят данните за разглежданите предприятия по относителния показател за ефективността към инвестирания капитал (ROA).

Изследването на различните зависимости между ефективността и другите посочени показатели изисква решаването на методологични въпроси във връзка с тяхното проявление. Предварителна представа за изучаването им може да се реализира чрез изчисляването на средната величина на известните видове ефективности, посочени в Таблица 1, където: **ROA** – ефективност към инвестиран капитал; **P** – нетна печалба; **TA** – инвестиран капитал (общо активи); **ROE** – ефективност към собствен капитал; **E** – собствен капитал; **ROS** – ефективност към приходи (приходи от продажби); **S** – приходи (приходи от продажби); **ROFC** – ефективност към пълни (общи) разходи; **FC** – пълни разходи (общи разходи).

$$AR = (ROA + ROE + ROS + ROFC) : 4,$$

където: **AR** – средна величина на видовете ефективност или само „средна ефективност” (доходност, възвръщаемост, рентабилност). В литературата обаче няма усредняване на известните четири вида ефективности поради тяхната разнородност, респ. съмнения за тяхното икономически правомерно сумиране.

Определянето на величината на който и да е показател за ефективността, е лесно като относителен дял (или %), понеже се съпоставят две абсолютни величини (за печалбата и избраната съотносима база).

Сред съществуващия широк обхват на измерители на ефективността настоящият анализ се концентрира предимно върху ефективността към инвестирания капитал, тъй като тя дава ясна картина за това, доколкото ефективен е мениджмънтът на предприятието при използване на акциите му за реализиране на печеливши инвестиции. Това е ключов

Таблица 1. Видове ефективност от гл.т. на финансовото състояние на предприятията

Ефективност	Начин на изчисляване	Формулен апарат
1. Към <i>инвестиран</i> капитал	$\frac{\text{Печалба}}{\text{Инвестиран капитал}}$	$ROA = P : TA$
2. Към <i>собствен</i> капитал	$\frac{\text{Печалба}}{\text{Собствен капитал}}$	$ROE = P : E$
3. Към <i>приходите</i>	$\frac{\text{Печалба}}{\text{Приходи}}$	$ROS = P : S$
4. Към <i>пълните разходи</i>	$\frac{\text{Печалба}}{\text{Пълни разходи}}$	$ROFC = P : FC$

измерител за инвеститорите, тъй като той експлицитно държи сметка за активите, използвани за поддръжка на дейността на предприятията. Той определя дали предприятието е в състояние да генерира адекватна възвръщаемост от своите активи, а не да разчита само от приходите от продажби. Понастоящем мениджърите на все повече компании вземат решения да аутсорсват логистични операции и производства, чиято интензивност на активите е висока, към по-специализирани доставчици, в опит да създадат бизнес, необременен от тежка сума активи.²¹ Тези активи обаче не изчезват, а се прехвърлят от едно предприятие в друго. Дори вътрешноприсъщите дейности, изискващи по-малка сума активи, имат ограничения за текущите активи и фиксираните (дълготрайни) активи, за да функционират. Размерът на ефективността към инвестирания капитал е основополагащ измерител на печалбата, която се изисква от новите инвестиции на фирмите. Като такава, тя идентифицира нормата на възвръщаемост, необходима за текущото поддържане на бизнеса на предприятието, и може да се използва за установяване на прагове, които да се съблюдават от всички нови инвестиции.²²

За оценката на ефективността към инвестирания капитал се смята за целесъобразно да се въведат следните три измерими степени с количествените критерии за тях:

Висока ефективност:	от 20% нагоре;
Нормална ефективност:	от 10% до 19%;

²¹ Предприятия с тежка сума активи, които инвестират голяма част от капитала си, обикновено работят в сферата на енергетиката (нефтени и газови компании), информационните технологии (компютърни хадуерни фирми) и др. За тях е особено полезно използването на оценъчния показател „ефективност към инвестирания капитал“.

²² Lindo, D. K. „Asset Management is Your Job”, *SuperVision*, Vol. 69 (1), 2008, pp. 14-18.

Ниска ефективност: до 9% включително²³.

Въвеждането им не е лишено от субективизъм, като се изхожда от апроксимативната оценка на видовете ефективност в националните условия. По-прецизното установяване трябва да бъде съобразено с определянето на процентите на степените (*висока, нормална, ниска*) на ефективността съгласно международната финансово-оценъчна практика.²⁴ Въпросът за степените е от значение при изготвянето на рейтингова система за оценка на финансовото състояние, но той опира до фирмената тайна на специализираните международни агенции за кредитна оценка (рейтинг) на предприятията.

В Таблица 2 е представено класифицирането на 50-те водещи български предприятия за периода 2007–2009 г. според степените (*висока, нормална, ниска*) на ефективността към инвестирания капитал. Установява се значително разместване на позициите на отделните предприятия в класацията в сравнение с тази в Приложение 2 (на база „нетна печалба“).

Таблица 2

Класификация на изследваните български предприятия по групите степени на ефективност към инвестиран капитал (средногодишно) по азбучен ред за периода 2007-2009 г.					
№	Предприятия	2009 г.	2008 г.	2007 г.	Средно
19	Златна Панега цемент	0.10 Нормална	0.45 Висока	0.37 Висока	0.306 Висока
48	Холсим България	0.08 Ниска	0.24 Висока	0.32 Висока	0.213 Висока
2	Амилум България АД	0.11 Нормална	0.06 Ниска	0.14 Нормална	0.103 Нормална
50	Яна АД	0.03 Ниска	0.10 Нормална	0.19 Нормална	0.106 Нормална
33	Нестле България АД	0.06 Ниска	0.17 Нормална	0.12 Нормална	0.116 Нормална
49	Чипита България	0.14 Нормална	0.13 Нормална	0.11 Нормална	0.126 Нормална
12	Девня цемент АД	0.05 Ниска	0.13 Нормална	0.21 Висока	0.130 Нормална
25	Крафт Фуудс България	0.14 Нормална	0.15 Нормална	0.11 Нормална	0.133 Нормална

²³ Предполага се, че за посочените критерии за оценка на ефективността винаги ще има субективни виждания за техния количествен размер.

²⁴ Повечето американски корпорации например очакват 20% ефективност към инвестирания капитал от задграничните си филиали.

14	Дуропак – Тракия	0.16 Нор- мална	0.14 Нормална	0.14 Нор- мална	0.147 Нормална
18	Загорка АД	0.18 Нор- мална	0.15 Нормална	0.14 Нор- мална	0.156 Нормална
31	Монбат АД	0.10 Нор- мална	0.19 Нормална	0.17 Нор- мална	0.153 Нормална
11	Данон Сердика АД	0.22 Ви- сока	0.19 Нормална	0.14 Нор- мална	0.183 Нормална
9	Вулкан цемент АД	0.11 Нор- мална	0.20 Висока	0.26 Висока	0.190 Нормална
28	Мастер Стийл Проф.	-0.09 Ниска	0.01 Ниска	0.08 Ниска	0.000 Ниска
10	Готмар ЕООД	-0.01 Ниска	0.02 Ниска	0.01 Ниска	0.006 Ниска
45	Стомана Ин- дъстри	-0.17 Ниска	0.12 Нормална	0.13 Нор- мална	0.006 Ниска
1	Алкомет АД	0.00 Ниска	0.01 Ниска	0.02 Ниска	0.010 Ниска
4	Биовет АД	0.04 Ниска	0.00 Ниска	0.00 Ниска	0.013 Ниска
35	Оргахим АД	-0.01 Ниска	-0.03 Ниска	0.08 Ниска	0.013 Ниска
41	София Бул- гартабак	0.00 Ниска	0.00 Ниска	0.04 Ниска	0.013 Ниска
37	Прециз Интер Холд.	-0.07 Ниска	0.00 Ниска	0.02 Ниска	0.016 Ниска
23	Карлсберг България	0.00 Ниска	0.03 Ниска	0.02 Ниска	0.016 Ниска
20	Идеал Станд. Б- рия	0.01 Ниска	0.03 Ниска	0.02 Ниска	0.020 Ниска
38	Приста ойл АД	0.00 Ниска	0.04 Ниска	0.03 Ниска	0.023 Ниска
6	Булсафил ЕООД	0.00 Ниска	0.00 Ниска	0.07 Ниска	0.023 Ниска
44	Спарки Елтос АД	-0.09 Ниска	0.08 Ниска	0.10 Нор- мална	0.030 Ниска
3	Балканфарма – Дуп.	0.03 Ниска	0.00 Ниска	0.07 Ниска	0.033 Ниска
5	Благоевград – БТ	0.00 Ниска	0.03 Ниска	0.09 Ниска	0.040 Ниска
36	Папас олио АД	0.00 Ниска	0.11 Нормална	0.02 Ниска	0.043 Ниска
29	М+С Хид- равлик АД	0.00 Ниска	0.12 Нормална	0.08 Ниска	0.066 Ниска
40	Солвей Соди АД	0.02 Ниска	0.05 Ниска	0.11 Нор- мална	0.060 Ниска
13	Дружба Стък.заводи	0.03 Ниска	0.09 Ниска	0.09 Ниска	0.070 Ниска

22	Каменица АД	0.03 Ниска	0.01 Ниска	0.17 Нормална	0.070 Ниска
46	Тракия глас Б-рия	0.02 Ниска	0.08 Ниска	0.11 Нормална	0.070 Ниска
47	Филкаб АД	0.04 Ниска	0.05 Ниска	0.13 Нормална	0.073 Ниска
42	Софарма АД	0.08 Ниска	0.05 Ниска	0.09 Ниска	0.073 Ниска
15	Елкабел АД	0.06 Ниска	0.06 Ниска	0.10 Нормална	0.073 Ниска
26	Либхер Хаусгерете	0.11 Нормална	0.04 Ниска	0.08 Ниска	0.076 Ниска
21	Идеал Стан. Видима	0.01 Ниска	0.07 Ниска	0.19 Нормална	0.090 Ниска
17	Епик Електрони	0.07 Ниска	0.10 Нормална	0.11 Нормална	0.093 Ниска
8	Вестникарска група	0.00 Ниска	-0.02 Ниска	0.00 Ниска	-0.006 Ниска
16	Е, Миролио АД	-0.01 Ниска	-0.03 Ниска	0.00 Ниска	-0.013 Ниска
7	Булярд Корабостр.	-0.05 Ниска	0.00 Ниска	0.00 Ниска	-0.017 Ниска
34	Оловноцинков ком.	0.03 Ниска	-0.22 Ниска	0.11 Нормална	-0.026 Ниска
39	СЕ Борднетце-Б-рия	0.01 Ниска	0.00 Ниска	-0.10 Ниска	-0.030 Ниска
43	София мед АД	-0.03 Ниска	-0.14 Ниска	-0.01 Ниска	-0.060 Ниска
32	Неохим АД	-0.11 Ниска	0.30 Висока	0.02 Ниска	-0.070 Ниска
24	К Ц М	0.00 Ниска	-0.28 Ниска	0.04 Ниска	-0.080 Ниска
27	Лукойл Нефтохим	-0.09 Ниска	-0.24 Ниска	0.05 Ниска	-0.093 Ниска
30	Монди Пекид. Стамб.	-1.24 Ниска	-0.05 Ниска	0.07 Ниска	-0.406 Ниска

Характеризирането на степените на ефективност към инвестиращия капитал – *висока*, *нормална* и *ниска*, в посочените по-горе граници (критерии) за тях, за изследваните 50 водещи предприятия у нас по данните от Таблица 2, води до тяхното обобщаване по посочените степени на ефективността, както е показано в Таблица 3.

За изследвания период се констатира наличието на **съвсем малък брой предприятия с висока ефективност в сравнение с техния общ брой**. Докато предприятията с нормална ефективност са значителен брой, тези с ниска ефективност са почти 3/4 от изследваните стопански единици.

Таблица 3

Обобщена класификация на изследваните предприятия по групите степени на ефективност към инвестиция капитал за периода 2007-2009 г.						
Критерии	Висока		Нормална		Ниска	
	Брой	%	Брой	%	Брой	%
от 0.20 нагоре от 0.10 до 0.19 от 0.09 надолу	2	4%	11	22%	37	74%

Изводите от направения анализ са:

* Неудовлетворително финансово състояние на изследваните предприятия от различните отрасли на националното стопанство, измерено по степента на тяхната ефективност към инвестиран капитал.

* Колкото и значими да са видовете показатели за ефективността, те са недостатъчни за пълното оценяване на финансовото състояние на предприятията и на риска за инвестирането в тяхната икономика.

ЕФЕКТИВНОСТ – оценка на дейността на основата на икономическите бази:	ЗАДЛЪЖНЯЛОСТ – оценка на видовете несигурност (риск) за стопанската дейност:	ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТ – оценка на финансовото състояние на предприятието:
↓	↓	↓
Инвестиран капитал Собствен капитал Приходи Пълни разходи Себестойност	Ливъридж (Капиталов лост) $= \frac{\text{Привлечен капитал}}{\text{Собствен капитал}}$ $= \frac{\text{Привлечен капитал}}{\text{Инвестиран капитал}}$	<i>Дългосрочна:</i> покритие на собствения капитал над дълготрайните активи. <i>Текуща:</i> наличие на оборотен капитал.

Фигура 3

Ползва се и показателят *нетен оборотен капитал* (онази част от дългосрочния капитал на предприятието, която се ползва за оборотни нужди или сумата на собствения капитал и дългосрочните задължения, т.е. постоянният капитал минус дълготрайните активи). Този показател се взема предвид, тъй като той показва каква част от оборотния капитал не е обвързана с конкретни предстоящи плащания и коефициент на покритие. Необходимо е да се съблюдава дали е спазено основното правило на капиталовата структура – дълготрайните активи да се финансират изцяло с дългосрочен капитал, тъй като неспазването му означава, че част от тях са финансирани с краткосрочен привлечен капитал и

съответно възстановяването на капитала, инвестиран в тези активи, става по-бавно в сравнение със срочността на източниците на този капитал.

Във финансовата литература зависимостта между показателите за ефективността и тези за риска е достатъчно всеобхватно изследвана като конкретизация на макроикономическата теория за оптималната капиталова структура. Ролята на ливъриджа за оценка на финансовото състояние е намерила отражение в обосноваването на модели за съответното състояние във вътрешнофирмения счетоводен анализ (т.нар. управленско счетоводство). На тази основа отправна точка на изследването на разглежданите предприятия е анализът по обособените показатели за ефективност, платежоспособност и задлъжнялост – повече или по-малко пронизани от концепцията за риска.

По-нататък за характеризирането на връзката между категориите за ефективност, платежоспособност и задлъжнялост с изразяващите ги финансови показатели се реализира **емпирично изследване на основата на методика със следните характерни моменти:**

I. Анализ на обособените показатели за ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността на предприятията без изучаване на връзката помежду им, т.е. като относително обособени категории.

II. Анализ на двустранните зависимости между показателите за ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността, т.е. изучаване на зависимостите „ефективност – задлъжнялост”, „ефективност – платежоспособност” и „задлъжнялост – платежоспособност”.

4. Изследване на зависимостта между ефективността и задлъжнялостта на предприятията

4.1. Особености на измерването на финансовата задлъжнялост

Степента на задлъжнялост (дълг) на предприятието, респ. съотношението „*привлечен капитал : собствен капитал*” или съотношението „*привлечен капитал : инвестиран капитал*”, или съотношението „*привлечен капитал (дълг) : активи (инвестиран капитал)*” са обединени под понятието „ливъридж”. Това понятие изразява нивото на корпоративната задлъжнялост. Задлъжнялостта е еманация на изграждането на капиталовата структура на предприятието към даден момент. Затова се изисква да се спазва т.нар. „златно балансово равенство”: *дълготрайните активи да се финансират изцяло с дългосрочен капитал*, т.е. собствен капитал плюс дългосрочни задължения. Неспазването на това ба-

зисно правило означава, че част от дълготрайните активи са финансирани с краткосрочно привлечен капитал. Вследствие на това възстановяването на инвестирания капитал в дълготрайни активи става по-бавно в сравнение с времевата срочност на източниците на съответния общ капитал (или сума на активите). Във връзка с това от значение е съотношението „дългосрочен привлечен капитал (дълг) : активи (инвестиран капитал)” (известно като дългосрочен ливъридж) и съотношението „дългосрочен привлечен капитал (дълг) : общ размер на дълга” (известно като матуриретна структура).

Ръстът на показателя за задлъжнялостта може да бъде причина за увеличаването на печалбата, и обратно – ниската норма на дълга да информира за неефективна употреба на полученото финансиране като заеми от финансови институции или други форми на дългосрочни и краткосрочни пасиви.²⁵ По-голямата част от тях са свързани с плащане на фиксирани капиталови разходи, т.е. лихви.

В международните финансови проучвания се отрежда съществено значение на нормата на задлъжнялостта. Показателят обаче надлежно се изяснява в светлината на националните финансово-икономически особености, а не само чрез конвенционално съизмерване на неговите количествени величини за предприятията от различни страни.²⁶ Изучаването на задлъжнялостта е улеснено от възможността за числовото ѝ измерване като относителен показател или в процент.

Този въпрос не е нов за българската финансово-счетоводна наука, а дори е намерил заслужено място в довоенните ни трудове.²⁷ Проб-

²⁵ Във финансовата литература се конкретизира, че „понятието „ливъридж” изразява обстоятелството, че използването на капитал с фиксирани лихвени разходи ще „разшири” печалбата или загубата по отношение на притежателите на собствения капитал... Най-често използваното съотношение е общият дълг, разделен на общите активи... Съотношение дълг/активи по-голямо от 0.5 обикновено се смята за сигурно само ако фирмите са в стабилен отрасъл.” (Mueller, G., H. Gernon, G. Meek. *Accounting. In International Perspective*, Third Edition, Irwin, Illinois, 1994, p. 117.).

²⁶ За тези национални особености по-конкретно се отбелязва: „Съотношението „дълг/активи” е високо за средните американски промишлени компании (47% в САЩ), но то е признак на добро здраве в Япония. В Япония това съотношение е указание за степента на доверие на банките към компанията. Компанията имат ниско съотношение „дълг/активи”, защото те не са в състояние да получат повече кредити от банките. Вместо да демонстрират рисковата компания за Япония е вярно обратното – поначало са по-сигурни компанията с високото съотношение „дълг/активи”. (Pearce II, J., R. Roboson, Jr., *Strategic Management. Strategy Formulation and Implementation*, Third Edition, Irwin, Homewood, Illinois, 1988, p. 227.)

²⁷ Отбелязва се, че „анализът трябва да се спре и върху съотношението на собствения капитал към дълговете въобще... в това отношение трябва да съществува една нормална съразмерност. Най-добре ще бъдат поставени ония предприятия,

лемът за „нормалната съразмерност“ на съотношението „финансов дълг – собствен капитал“ през 50-те години на миналия век се е оказал много актуален и усилията за неговото разрешаване са довели до създаването на международната теория на капиталовата структура.

В условията на глобалната финансова криза проблемът за финансовата задлъжнялост придобива ключово значение. Теорията постулира, че финансовата криза може да засегне капиталовата структура на предприятията чрез различни канали. По време на криза, когато несигурността и рискът се повишават, а очакваните доходи намаляват, едновременно и кредиторите, и заемополучателите губят склонността си да блокират капитал в дългосрочни инвестиции. От гл.т. на кредиторите, при повишение на вероятността от неплатежоспособност (фалит, банкрут) срочната премия, по която те са склонни да кредитират, чувствително нараства по време на криза, което прави дългосрочната задлъжнялост по-малко привлекателна в сравнение с краткосрочния дълг. Финансовите посредници, чиито счетоводни баланси са влошени поради кризата, могат също да затегнат кредитните маржове и да повишат дори още повече срочната премия.

Съществуват множество изследвания в последните години, посветени на оценката на ефекта от размера на дълга на фирмата върху риска ѝ от неплатежоспособност и върху очакваните разходи по фалита. За целта са правени изчисления на вероятността от фалит при получаване на нов, допълнителен дълг и на преките и косвените разходи по фалита. Както А. Дамодаран отбелязва, съществуват два основни начина за индиректно оценяване на вероятността от фалит на компаниите²⁸: 1) на базата на кредитния рейтинг на дълговите книжа, дадени от рейтинговите агенции, т.е. като се използват емпиричните оценки на вероятностите от фалит на всеки рейтинг; 2) чрез прилагане на статистически подход за оценка на вероятността от фалит на базата на наблюдавани характеристики на компанията при всяко ниво на дълга. Разходите по фалит главно се измерват на основата на вече направени проучвания за магнитута на тези разходи при действително настъпили фалити. Повечето изследвания заключават, че разходите по фалит са малък дял

които оперират изключително със свой собствен капитал. Но при днешната стопанска организация това са само редки случаи; това е изключено при акционерните дружества, които разчитат на свободни парични капитали отвън.” (Добрев, Д. Учение за балансите от счетоводно, стопанско и юридическо гледище и с оглед към прилагането на Закона за търговските книги, С., 1922 г., с. 75.).

²⁸ Вж. Damodaran, A. „Valuation Approaches and Metrics: A Survey on the Theory and Evidence”, Stern School of Business, November 2006, p. 45.

(около 5%) в сравнение със стойността на предприятията.²⁹ По-голям проблем е обаче, че банкрутът нанася тежка вреда на фирмените операции и дейности, на което реагират служители, доставчици, кредитори, инвеститори и др. Тези непреки разходи по фалита понякога варират между 10% и 23% от корпоративната стойност.³⁰

В условията на засилена несигурност и риск, когато перспективите пред бизнеса са много по-неясни и непредсказуеми, предприятията, които не са в състояние да поддържат определена матуритетна структура, могат също да редуцират срока на своя дълг и финансовия ливъридж. Според някои автори³¹, високата волатилност повишава склонността на фирмите да скъсят матуритета на дълга си, макар че това е свързано с високи разходи по краткосрочната задлъжнялост. Ако предприятията са по-склонни към финансова гъвкавост в несигурна икономическа среда, те предприемат главно дългосрочни договори и търсенето на дългосрочен дълг намалява. Така, по време на икономически кризи, емисията на нов дългосрочен дълг обикновено намалява, като новите дългови емисии имат по-краткосрочни матуритети.³²

Матуритетната структура на корпоративния дълг има важно значение, тъй като обуславя степента, до която активите се финансират от пасивите, което излага предприятието на риск. Следователно при съкращаване на срока на корпоративния дълг рисковете могат да се прехвърлят от предприятието към неговите кредитори, а рисковете по рефинансирането – да повлияят негативно върху дългосрочните производствени инвестиции и фирмения растеж. Има емпирични потвърждения на факта, че компаниите с по-голям краткосрочен дълг преди глобалната финансова криза са изпитали по-голям спад на инвестициите в периода на кризата.³³

За целите на настоящото изследване се разграничават три степени на финансовата задлъжнялост на българските предприятия:

²⁹ Вж. **Warner**, J. N. Bankruptcy Costs: Some Evidence, *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977, pp. 337-347.

³⁰ Вж. **Andrade**, G. and Kaplan, S. „How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Become Distressed”, *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998, pp. 1443-1493.

³¹ Вж. **Brunnermeier**, M. and Oehmke, M. „The Maturity Rat Race” // *Journal of Finance*, Vol. 68 (2), pp. 483–521, 2013.

³² Вж. **Demirguc-Kunt**, A., Martinez-Peria, M. S. and Tressel, Th. The Impact of Global Financial Crisis on Firms' Capital Structure. // *Policy Research Working Paper* № 7522, World Bank Group, Department Research Group, December 2015, p. 4.

³³ Вж. **Vermoesen**, V., Deloof, M. and Laveren, E. „Long-term Debt Maturity and Financing Constraints of SMEs during the Global Financial Crisis”, *Small Bus Econ*, Vol. 41, 2013, pp. 433–448.

а) *Лека*³⁴ финансова задлъжнялост: съотношението „*привлечен капитал : собствен капитал*” е в границите от 0 до 49%. Това е изгодна характеристика на предприятието със слаборисков инвестиран капитал. В този случай предприятието ще се радва на доверието на различните контрагенти (доставчици и клиенти) и обслужващите го финансови институции при уреждането на произтичащите от дейността финансови отношения.

б) *Удовлетворителна* финансова задлъжнялост – съотношението „*привлечен капитал : собствен капитал*” е в границите от 49% до 74%, което е сложна финансова характеристика. В този случай контрагентите и финансовите институции ще бъдат предпазливи при уреждането на финансовите отношения с предприятието с неудовлетворителната (напрегнатата) капиталова структура от гледна точка на съществуващия риск за бъдещи инвестиции и парично-стойностни взаимоотношения.

в) *Тежка* финансова задлъжнялост: съотношението „*привлечен капитал : собствен капитал*” е в границите от 75% до 100% (и отвъд), което е лоша финансова характеристика. Още повече, това е толкова лоша ситуация, колкото съответното съотношение е по-голямо от единица (или 100%). В този случай контрагентите и финансовите институции ще бъдат силно взискателни и дори ще избягват производствено-финансовите си отношения с предприятието, имащо силнорискова капиталова структура.

Обобщено, оценката на финансовата задлъжнялост се осъществява по следните критерии:

<i>Лека</i> задлъжнялост:	от 0.00 до 0.49
<i>Удовлетворителна</i> задлъжнялост:	от 0.50 до 0.74
<i>Тежка</i> задлъжнялост:	от 0.75 до нагоре

Аналитичната работа би била силно улеснена при възприемането на такива оценки на задлъжнялостта, които са същите като тези, приети за ефективността, а именно – *висока, нормална и ниска*. Това обаче се оказва трудно, тъй като определенията за задлъжнялостта са с обратно квалифициране по отношение на ефективността. Да се каже висока задлъжнялост, означава, тя да се квалифицира като тежка, което икономически не съответства на висока ефективност.

Обединяването на приетите три степени на *ефективността* – *висока, нормална и ниска*, с приетите по-горе три степени на *задлъжняло-*

³⁴ Популярно е наименованието „*слаба*” задлъжнялост, както и наименованието „*силна*” задлъжнялост, но за удобство по разграничаването от съответните използвани понятия при степенуването на ефективността те се заменят с наименованията съответни „*лека*” и „*тежка*”.

стта – лека, удовлетворителна и тежка, рефлектира във формирането на **девет групи (комбинации) от тях** – Таблица 4. В тази таблица оценката „критично” финансово състояние се ползва като своеобразен водораздел между първите четири положителни и сравнително положителни (*много добро, немного добро, добро и недобро*) съответни финансови оценки и вторите четири сравнително отрицателни и отрицателни (*нелошо, лошо, немного лошо и много лошо*) оценки.

Таблица 4

Комбинации от двустранната икономическа зависимост „ефективност - задлъжнялост”		Финансово състояние
Висока ефективност	+ Лека задлъжнялост	Много добро По-добро Добро
Висока ефективност	+ Удовлетворителна задлъжнялост	
Висока ефективност	+ Тежка задлъжнялост	
Нормална ефективност	+ Лека задлъжнялост	Недобро
Нормална ефективност	+ Удовлетворителна задлъжнялост	Критично
Нормална ефективност	+ Тежка задлъжнялост	Нелошо
Ниска ефективност	+ Лека задлъжнялост	Лошо По-лошо Много лошо
Ниска ефективност	+ Удовлетворителна задлъжнялост	
Ниска ефективност	+ Тежка задлъжнялост	



Фактическото положение на изследваните 50 водещи предприятия в България за периода 2007–2009 г. от гледна точка на обосноващите степени на базисния икономически показател „финансова задлъжнялост” със степените *лека, удовлетворителна и тежка*, е представено в Таблица 5.

На основата на групирането на данните по степените на финансовата задлъжнялост от Таблица 5 и в обобщаващата за тях Таблица 6 може да се направи следният извод:

* Налице е силно влошено състояние на изследваните предприятия, имащи важно структуроопределящо значение за националната икономика. Това се установява според степента на техните финансови задължения – 3/4 от тях са с неблагоприятно съотношение между привлечения и собствения капитал.

* Този извод определено е в унисон с негативните тенденции, наблюдавани във финансовото състояние на предприятията според тяхната ефективност към инвестирания капитал.

Таблица 5

Класификация на предприятията по групите степени за задлъжнялост за периода 2007-2009 г.									
№	Предприя-тия	Три степени на финансовата задлъжнялост							
		Средно		2009 г.		2008 г.		2007 г.	
		пъти	степен	пъти	степен	пъти	степен	пъти	степен
1	Балкан-фарма- Дуп.	0.073	Лека	0.07	Лека	0.08	Лека	0.07	Лека
2	Дуропак-Тракия	0.126	Лека	0.10	Лека	0.13	Лека	0.15	Лека
3	Девня цимент АД	0.130	Лека	0.12	Лека	0.15	Лека	0.12	Лека
4	Амилум България	0.223	Лека	0.30	Лека	0.40	Лека	0.27	Лека
5	Вулкан цимент АД	0.296	Лека	0.15	Лека	0.29	Лека	0.45	Лека
6	Крафт Фуудс Б-рия	0.303	Лека	0.30	Лека	0.29	Лека	0.32	Лека
7	Е, Миролио АД	0.320	Лека	0.32	Лека	0.43	Лека	0.21	Лека
8	Спарки Елтос АД	0.353	Лека	0.38	Лека	0.24	Лека	0.44	Лека
9	Солвей Соди АД	0.353	Лека	0.52	Удовл.	0.37	Лека	0.17	Лека
10	Елкабел АД	0.390	Лека	0.25	Лека	0.39	Лека	0.53	Удовл.
11	Чипита България	0.410	Лека	0.34	Лека	0.46	Лека	0.43	Лека
12	Монбат АД	0.420	Лека	0.48	Лека	0.45	Лека	0.33	Лека
13	Златна Панега цим.	0.496	Лека	0.46	Лека	0.48	Лека	0.55	Удовл.
14	М+С Хидравлик АД	0.520	Удовл.	0.39	Лека	0.52	Удовл.	0.65	Удовл.
15	Неохим АД	0.530	Удовл.	0.43	Лека	0.50	Удовл.	0.66	Удовл.
16	Данон Сердика АД	0.626	Удовл.	0.64	Удовл.	0.66	Удовл.	0.58	Удовл.
17	Яна АД	0.636	Удовл.	0.54	Удовл.	0.64	Удовл.	0.73	Удовл.

18	Идеал Стан. Б-рия	0.640	Удовл.	1.13	Тежка	0.58	Удовл.	0.21	Лека
19	Оргахим АД	0.706	Удовл.	0.56	Удовл.	0.58	Удовл.	0.98	Тежка
20	Тракия глас Б-рия	0.740	Удовл.	0.57	Удовл.	0.67	Удовл.	0.98	Тежка
21	Дружба Стъкларс.	0.803	Тежка	0.84	Тежка	0.80	Тежка	0.77	Лека
22	Благоевград – БТ	0.806	Тежка	0.88	Тежка	0.91	Тежка	0.63	Удовл.
23	Софарма АД	0.816	Тежка	1.09	Тежка	0.73	Удовл.	0.63	Удовл.
24	Стомана Индъстри	1.043	Тежка	1.23	Тежка	1.03	Тежка	0.87	Тежка
25	Биовет АД	1.136	Тежка	1.19	Тежка	1.19	Тежка	1.03	Тежка
26	К Ц М	1.183	Тежка	1.68	Тежка	1.06	Тежка	0.81	Тежка
27	София Булгартаб.	1.196	Тежка	1.34	Тежка	1.35	Тежка	0.90	Тежка
28	Холсим България	1.283	Тежка	1.31	Тежка	1.19	Тежка	1.35	Тежка
29	Филкаб АД	1.243	Тежка	1.17	Тежка	1.39	Тежка	1.17	Тежка
30	Загорка АД	1.256	Тежка	1.60	Тежка	1.10	Тежка	1.07	Тежка
31	Приста ойл АД	1.376	Тежка	1.86	Тежка	1.40	Тежка	0.87	Тежка
32	Готмар ЕООД	1.393	Тежка	1.30	Тежка	1.52	Тежка	1.36	Тежка
33	Папас олио АД	1.483	Тежка	0.82	Тежка	1.44	Тежка	2.19	Тежка
34	Либхер- Хаусгерете	1.563	Тежка	1.47	Тежка	1.66	Тежка	1.56	Тежка
35	Алкомет АД	1.593	Тежка	1.44	Тежка	1.67	Тежка	1.67	Тежка
36	Булсафил ЕООД	1.726	Тежка	1.83	Тежка	1.73	Тежка	1.62	Тежка
37	Монди Пекиджинг	1.816	Тежка	1.99	Тежка	1.97	Тежка	1.49	Тежка
38	Карлсберг Б-рия	1.820	Тежка	1.95	Тежка	1.95	Тежка	1.56	Тежка
39	Оловно- цинков ком.	1.866	Тежка	2.66	Тежка	1.88	Тежка	1.06	Тежка
40	Идеал Ст. Видима	2.196	Тежка	4.17	Тежка	1.71	Тежка	0.71	Удовл.
41	Епик Електроник	2.356	Тежка	2.00	Тежка	2.44	Тежка	2.63	Тежка
42	Булярд Корабстр.	2.376	Тежка	2.99	Тежка	2.18	Тежка	1.96	Тежка

43	Нестле България	2.686	Тежка	3.27	Тежка	2.48	Тежка	2.31	Тежка
44	София мед АД	2.833	Тежка	2.19	Тежка	2.78	Тежка	3.53	Тежка
45	Каменица АД	0.92	Тежка	0.93	Тежка	0.91	Тежка	0.92	Тежка
46	Прециз ИнтерХолд.	3.030	Тежка	3.83	Тежка	2.92	Тежка	2.34	Тежка
47	Лукойл Нефтохим	3.516	Тежка	6.46	Тежка	2.38	Тежка	1.71	Тежка
48	Мастер Ст. Проф.	4.236	Тежка	5.47	Тежка	3.89	Тежка	3.35	Тежка
49	СЕ Бор- днетце	15.363	Тежка	14.10	Тежка	14.10	Тежка	17.89	Тежка
50	Вестникарска група	16.290	Тежка	18.34	Тежка	16.27	Тежка	14.26	Тежка

Таблица 6

Обобщена класификация на предприятията по групите степени на тяхната финансова задлъжнялост за периода 2007-2009 г.						
Степени на класифициране	2009 г.		2008 г.		2007 г.	
	Брой	%	Брой	%	Брой	%
1. Лека задлъжнялост	13	26%				
2. Удовлетворителна задлъжнялост			7	14%		
3. Тежка задлъжнялост					30	60%

Проблемът с посочените данни в Таблица 6 е, че не се разкрива детайлното влияние на степените на задлъжнялостта върху разграничените степени на ефективността, а именно – висока, нормална и ниска. Това изисква по-нататъшно задълбочаване на факторния анализ на влиянието на финансовата задлъжнялост върху обобщаващата категория за ефективността.

4.2. Паралелно измерване на двустранната зависимост „ефективност – задлъжнялост“

Изследването на двустранната икономическа зависимост „ефективност – задлъжнялост“ по посочените оценъчни степени (от *много добро* до *много лошо* състояние) позволява да се постигне по-реална преценка за финансовата ситуация. Ефективността се измерва по отношение на инвестирания капитал (общо активи). На основата на комби-

нацията от ефективност и задлъжнялост се определя финансовото състояние на отделното предприятие.

В Таблица 7 е извършено класифициране на финансовото състояние на обхванатите 50 български предприятия в посока от *много добро* към *много лошо*. Подреждането при това класифициране е във възходящ ред на показателя за ефективността в рамките на разглежданата важна двустранна зависимост „ефективност – задлъжнялост” от гледна точка на риска за инвестирането в дадено предприятие.

Таблица 7

Класификация на предприятията по групите средногодишни степени на ефективност и задлъжнялост за периода 2007-2009 г.						
№	Предприятия	Ефективност ¹		Задлъжнялост ²		Финансово състояние
		стойност	степен	пъти	степен	
1	Златна Панега цимент	0.306	Висока	0.493	Лека	Много добро
2	Холсим България АД	0.213	Висока	1.236	Тежка	Добро
3	Амилум България	0.103	Нормална	0.223	Лека	Недобро
4	Чипита България АД	0.126	Нормална	0.410	Лека	Недобро
5	Девня цимент АД	0.130	Нормална	0.140	Лека	Недобро
6	Крафт Фуудс България	0.133	Нормална	0.303	Лека	Недобро
7	Монбат АД	0.153	Нормална	0.420	Лека	Недобро
8	Дуропак – Тракия папир	0.147	Нормална	0.126	Лека	Недобро
9	Вулкан цимент АД	0.190	Нормална	0.296	Лека	Недобро
10	Яна АД	0.106	Нормална	0.636	Удовл.	Критично
11	Данон Сердика АД	0.183	Нормална	0.626	Удовл.	Критично
12	Нестле България АД	0.116	Нормална	2.683	Тежка	Нелошо
13	Загорка АД	0.156	Нормална	1.256	Тежка	Нелошо
14	Балканфарма – Дупница	0.033	Ниска	0.073	Лека	Лошо
15	Елкабел АД	0.073	Ниска	0.386	Лека	Лошо
16	Е, Миролио АД	-0.013	Ниска	0.320	Лека	Лошо
17	Солвей Соди АД	0.060	Ниска	0.353	Лека	Лошо
18	Спарки Елтос АД	0.030	Ниска	0.353	Лека	Лошо
19	Идеал Стандарт Б-рия	0.020	Ниска	0.640	Удовл.	По-лошо
20	М+С Хидравлик АД	0.066	Ниска	0.520	Удовл.	По-лошо
21	Неохим АД	-0.070	Ниска	0.530	Удовл.	По-лошо
22	Оргахим АД	0.013	Ниска	0.696	Удовл.	По-лошо

23	Тракия глас България	0.070	Ниска	0.740	Удовл.	По-лошо
24	Мастер Стийл Про- файлс	0.000	Ниска	4.236	Тежка	Много лошо
25	Готмар ЕООД	0.006	Ниска	1.393	Тежка	Много лошо
26	Стомана Индъстри АД	0.006	Ниска	1.043	Тежка	Много лошо
27	Алкомет АД	0.010	Ниска	1.59	Тежка	Много лошо
28	София Булгартабак АД	0.013	Ниска	0.816	Тежка	Много лошо
29	Биовет АД	0.013	Ниска	1.136	Тежка	Много лошо
30	Прециз Интер Холдинг	0.016	Ниска	3.213	Тежка	Много лошо
31	Карлсберг България АД	0.016	Ниска	1.820	Тежка	Много лошо
32	Приста ойл АД	0.023	Ниска	1.376	Тежка	Много лошо
33	Булсафил ЕООД	0.023	Ниска	1.726	Тежка	Много лошо
34	Благоевград – БТ АД	0.040	Ниска	0.806	Тежка	Много лошо
35	Дружба Стъклар. заводи	0.040	Ниска	0.803	Тежка	Много лошо
36	Папас олио АД	0.043	Ниска	1.486	Тежка	Много лошо
37	Каменица АД	0.070	Ниска	3.110	Тежка	Много лошо
38	Филкаб АД	0.073	Ниска	1.246	Тежка	Много лошо
39	Софарма АД	0.073	Ниска	1.196	Тежка	Много лошо
40	Либхер Хаусгер. Марица	0.076	Ниска	1.563	Тежка	Много лошо
41	Идеал Стандарт Ви- дима	0.090	Ниска	2.196	Тежка	Много лошо
42	Епик Електроника- сембли	0.093	Ниска	2.356	Тежка	Много лошо
43	Вестникарска група	-0.006	Ниска	16.29	Тежка	Много лошо
44	Булярд Корабостроит. инд.	-0.017	Ниска	2.376	Тежка	Много лошо
45	Оловноцинков комплекс	-0.026	Ниска	1.866	Тежка	Много лошо

46	СЕ Борднетце – Б-рия	-0.030	Ниска	15.363	Тежка	Много лошо
47	София мед АД	-0.060	Ниска	2.833	Тежка	Много лошо
48	Комбинат Цветни Метали	-0.080	Ниска	1.183	Тежка	Много лошо
49	Лукойл Нефтохим Бургас	-0.093	Ниска	3.516	Тежка	Много лошо
50	Монди П. Стамболийски	-0.406	Ниска	1.816	Тежка	Много лошо

¹ Средногодишна ефективност от Таблица 2.

² Средногодишна задлъжнялост от Таблица 5.

Обобщените данни за резултатите от Таблица 7 са представени под формата на комбинации по икономическата зависимост между ефективността и задлъжнялостта, както е показано в Таблица 8.

Таблица 8

Комбинации по двустранната зависимост „ефективност - задлъжнялост” за периода 2007-2009 г.					Финансово състояние (оценки)
Ефективност		Задлъжнялост	Брой	%	
Висока	+	Лека	1	2%	Много добро
Висока	+	Удовлетворителна	-	-	По-добро
Висока	+	Тежка	1	2%	Добро
<hr/>					
Нормална	+	Лека	7	14%	Недобро
Нормална	+	Удовлетворителна	2	4%	Критично
Нормална	+	Тежка	2	4%	Нелошо
<hr/>					
Ниска	+	Лека	5	10%	Лошо
Ниска	+	Удовлетворителна	5	10%	По-лошо
Ниска	+	Тежка	27	54%	Много лошо
Общо			50	100%	

Подреждането на предприятията е с начало „висока ефективност” и „лека задлъжнялост”, което се оценява като *много добро* финансово състояние на предприятието. Оценяването като *много лошо* финансово състояние в края на съответното подреждане се детерминира от ниска ефективност и тежка финансова задлъжнялост.

Изводът е, че отчитането на ролята на комбинираната зависимост „ефективност – задлъжнялост” при оценяването на финансовото състояние на предприятията *подобрява* процеса за вземането на решения за финансовата ситуация на стопанските единици в сравнение с извършва-

ната оценка единствено чрез показателя за тяхната ефективност към инвестирания капитал.

5. Изследване на зависимостта между ефективността и платежоспособността

5.1. Особенности на измерването на платежоспособността

Докато количествената оценка на ефективността във финансовата наука не е обвързана с особени методологични трудности, то въпросът с платежоспособността на предприятията е по-сложен. Широко прилаган показател, без дискусии за изчисляването, е този за абсолютната *краткосрочна* платежоспособност на база текущ оборотен капитал.³⁵ Отдавна текущият оборотен капитал е известен в абсолютно отношение като изчислената разлика между краткотрайните активи и краткосрочните пасиви на предприятието.

По-сложен е въпросът с *дългосрочната* платежоспособност, която се определя като производна на анализа на капиталовата структура (собствен и привлечен капитал) на предприятието. За разлика от нея краткосрочната платежоспособност се изчислява за ограничен период, като често предпоставя детерминирането в перспектива на входящите и изходящите парични потоци на предприятието. Това обаче трудно може да се осъществи за продължителни периоди, поради което измерителите за оценката на дългосрочната платежоспособност не са така точни, макар да са широкообхватни. Използването на елементите на капиталовата структура за оценка на финансовата ситуация на предприятието преобладаващо се характеризира като дългосрочна задлъжнялост. Реално превишаването (покритието) на собствения над привлечения капитал е гаранция за платежоспособно изплащане на дълга за продължителен диапазон.

Смятаме, че има основания, като вид дългосрочна платежоспособност да се квалифицира и тази, която се представя от т.нар. *дългосрочен собствен оборотен капитал*. Тя представлява покритието на дълготрайните активи със собствен капитал, като и двата компонента са формирани с дългосрочно предназначение. Това е основание да се говори за дългосрочен собствен оборотен капитал, т.е. относително устойчиви елементи (главно материални запаси) на дълготрайния оборотен

³⁵ Относителната краткосрочна (текуща) платежоспособност се изчислява като отношение на краткотрайните активи и краткосрочните пасиви.

капитал. При положителна разлика между собствения капитал и дълготрайните активи има наличие на собствен оборотен капитал. В обратния случай се говори за недостиг на дългосрочен оборотен капитал от собствени средства.

Собственият и текущият оборотен капитал на предприятието като цяло са дефинирани още със структурата на баланса на активите и пасивите, създаван във финансовото счетоводство. В застрихованата част с хоризонтални линии в състава на собствения капитал на Фигура 4 е представен собственият оборотен капитал. Той може да се покаже и в състава на краткотрайните активи, когато те превишават привлечения капитал, но това не е характерен подход.

Активи	Пасиви
Б. Дълготрайни активи Материални дълготрайни активи Нематериални дълготрайни активи Дълготрайни инвестиции Дълготрайни вземания Положителна репутация	А. Собствен капитал Основен капитал Резерви Печалба (СОБСТВЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ)
В. Краткотрайни активи Материални запаси Вземания Краткосрочни инвестиции Парични средства	Б. Дългосрочни пасиви Дългосрочни банкови заеми Облигационни заеми
	В. Краткосрочни пасиви Разни краткосрочни задължения

Фигура 4

Изведените измерители разкриват икономико-познавателната и финансово-аналитична роля на счетоводния баланс като диалектическо единство на видовете активи³⁶ и пасиви. Открояват се техните вътрешни икономически зависимости за разбиране на краткосрочното финансово състояние. На Фигура 5 съвместно са показани разгледаните дотук абсолютни измерители на стойността на предприятието.

³⁶ „Ако пожелаем да дадем определение на понятието на актив, под това понятие ще разбираме съвкупността от всички материални и нематериални и стойностни права, въплътени в конкретни имуществени форми и оценени в парично-стойностни единици. Ако пък пожелаем да дадем определение на понятието „пасив“ от балансово-счетоводно гледище, то под това понятие ще разбираме съвкупността от капиталовите източници на актива (имуществото), взети в техните правни категории. Така понятието пасив е по-широко за разлика от правното понятие „пасив“. (Дечев, Г. Систематични упражнения по счетоводство, С., 1946 г., с. 8.).

СЧЕТОВОДЕН БАЛАНС	
АКТИВИ	ПАСИВИ
А. Дълготрайни активи	А. Собствен капитал
Материални и нематериални активи, дългосрочни инвестиции и вземания	Основен капитал Резерви Печалба (загуба)
Б. Краткотрайни активи	
Краткотрайни материални активи, вземания, инвестиции, парични средства и разходи за бъдещи периоди	Б. Дългосрочни пасиви Дългосрочни банкови заеми Дългосрочни облигационни заеми
	В. Краткосрочни пасиви Разни краткосрочни задължения

Фигура 5

Анализът на зависимостта „ефективност – платежоспособност“ се гради по модели за финансовото състояние на предприятието. За разграничаване на видовете комбинации от проявленията на зависимостта „ефективност – платежоспособност“ на база на балансовата субстанция се ползват два главни критерия:

Първи критерий: Степен на осигуряване (покрытие, възстановяване) на дълготрайните активи със собствен капитал. Определя се сумата на *собствения оборотен капитал* на обособеното предприятие:

$$\text{Собствен оборотен капитал} = \text{Собствен капитал} - \text{Дълготрайни активи}$$

Разликата, т.е. наличният собствен оборотен капитал, изразява дългосрочната платежоспособност на база формирания собствен капитал на предприятието.

Втори критерий: Степен на осигуряване с необходимите оборотни ресурси – тя се установява като наличието на *текущ (краткосрочен) оборотен капитал* на предприятието:

$$\text{Оборотен капитал} = \text{Краткотрайни активи} - \text{Краткосрочни пасиви}$$

Таблица 9

Критерии за платежоспособността	Степени на платежоспособността		
	Силна	Задоволителна	Слаба
Първи критерий – за собствения оборотен капитал	Наличие (+) на собствен оборотен капитал	Недостиг (-) на собствен оборотен капитал	Недостиг (-) на собствен оборотен капитал
	<i>плюс</i>	<i>Плюс</i>	<i>Плюс</i>
Втори критерий – за текущия оборотен капитал	Наличие (+) на текущ оборотен капитал	Наличие (+) на текущ оборотен капитал	Недостиг (-) на текущ оборотен капитал

Разликата, т.е. наличният текущ оборотен капитал, изразява краткосрочната платежоспособност на база общо инвестиран капитал на предприятието. Той е един от най-широко използваните абсолютни показатели за оценка на платежоспособността. Разглежда се като универсален и е един от най-ранно въведените. При него краткотрайните материални активи (материалните запаси) не се изваждат от състава на общите краткотрайни активи, тъй като тяхната величина може да се колебае чувствително през изследвания период, а това влияе върху платежоспособността на стопанската единица.³⁷ Обобщено приетите степени на платежоспособността са представени в Таблица 9.

Във финансовата практика се говори и за абсолютния показател „нетен оборотен капитал”, т.е. частта от дългосрочно придобития капитал, която се използва за оборотни нужди. Във връзка с кредитоспособността на предприятието, нетният оборотен капитал се изчислява

³⁷ Причина за недостиг на оборотния капитал може да бъде увеличаването на обема на продажбите чрез финансиране с големи краткосрочни кредити, т.нар. явление *свърхинтензификация*. Промяната на нормата на оборотния капитал (на база приходи) е белег на потенциално финансово напрежение.

	Година <i>t</i>	Година <i>t-1</i>
а) Приходи от продажби	800	500
б) Краткотрайни активи	600	350
в) Краткосрочни задължения	<u>500</u>	<u>250</u>
г) Оборотен капитал (б – в)	100	100
д) Норма на оборотния капитал към приходите („г” : „а”)	0.125	0.20
е) Текуща платежоспособност (б : в), пъти	1.2	1.4

Оборотният капитал е постоянен (100 лв.) въпреки ръста на приходите с 60%. Намалването на текущата платежоспособност от 1.4 пъти през година *t-1* до 1.2 пъти през година *t* води до влошаване на финансовото състояние. Ако този показател продължи да намалява, това означава, че ще има нови финансови проблеми и е по-добре, финансирането да стане чрез дългосрочна задлъжнялост.

като от общата сума на собствения капитал и дългосрочните задължения, т.е. от постоянния капитал се изважда сумата на дълготрайните активи, както следва:

$$\begin{aligned} \text{Нетен оборотен капитал} &= \\ \text{Постоянен капитал} - \text{Дълготрайни активи} &= \\ (\text{Собствен капитал} + \text{Дългосрочни пасиви}) - \text{Дълготрайни активи} & \end{aligned}$$

Така например на базата на средногодишни данни за дружеството „Солвей Соди” в Таблица 10 са изчислени абсолютните и относителни показатели за платежоспособността на предприятието. Както се разбира, е налице равенство между показателите за текущ и нетен оборотен капитал, така че изчисляването на втория е под въпрос.

Таблица 10

(ХИЛ.ЛВ.)			
Дълготрайни активи	369 651	Собствен капитал	415 033
Краткотрайни активи, в т.ч.	117 131	Дългосрочни пасиви	24 094
материални запаси	18 964.50	Краткосрочни пасиви	47 655
Всичко активи	486 782	Всичко пасиви	486 782
Абсолютни показатели за платежоспособността			
1. Собствен оборотен капитал (OWC = E – LTA)	Собствен капитал – Дълготрайни активи	415 033 – 369 651 = –45 382 (недостиг)	
2. Текущ оборотен капитал (WC = STA – LTA)	Краткотрайни активи – Краткосрочни пасиви	117 131 – 47 655 = 69 476	
3. Нетен оборотен капитал (NWC = LTA + LTL – LTA)	Постоянен капитал – Дълготрайни активи	439 127 – 369 651 = 69 476	
4. Ликвидни активи =	Краткотрайни активи – Материални запаси	117 131 – 18 964.5 = 98 166.5	
Относителни показатели за платежоспособността			
1. Експресна платежоспособност =	Ликвидни активи – Краткосрочни пасиви	98 166.5 – 47 655 = 50 511.5	
2. Текуща платежоспособност =	<u>Краткотрайни активи</u> Краткосрочни пасиви	117 131 : 47 655 = 2.46	
3. Ликвидност =	<u>Текущ оборотен капитал</u> Краткосрочни пасиви	69 476 : 47 655 = 1.46	

Равенството между текущия и нетния оборотен капитал 69 476 х. лв. се дължи на следните факти: а) при изчисляването на нетния оборотен капитал (**NWC**) изходната сума на постоянния капитал и при изчисляването на текущия оборотен капитал (**CWC**) изходната сума на краткотрайните активи са увеличени с една и съща величина; б)

при изчисляването на нетния оборотен капитал (NWC) изходната сума на дълготрайните активи и при изчисляването на текущия оборотен капитал (WC) изходната сума на краткосрочните пасиви са увеличени с една и съща величина.

Реално става въпрос отново за определяне на текущия оборотен капитал, но установен на база на постоянния капитал. Познавателната роля на нетния оборотен капитал е в разкриване частта от текущия оборотен капитал, която не е обвързана с предстоящи плащания.³⁸

Други отдавна доказани показатели за платежоспособността, често отъждествявани с ликвидността, са следните: ликвидни активи, експресна платежоспособност (бързият показател или т.нар. „киселинен тест“), текуща платежоспособност и ликвидност, а именно:

Ликвидни активи = Краткотрайни активи – Материални запаси

Експресна платежоспособност =
= Ликвидни активи : Краткосрочни пасиви
= (Краткотрайни активи – Материални запаси) : Краткосрочни пасиви

Текуща платежоспособност = Краткотрайни активи :
Краткосрочни пасиви

Експресната платежоспособност е известна още като „лакмусовият показател“.³⁹ В числителя на този индикатор материалните запаси, третирани като бавноликвидни активи, се приспадат от краткотрайните активи, при което резултатът бързоликвидните активи. Не са редки обаче случаите, при които материалните запаси се трансформират в парични средства преди да е настъпил срокът за изплащане на финансовите задължения. Смята се, че 100%-та експресна платежоспособност, т.е. равенството между бързоликвидните активи (пари, вземания, краткосрочни инвестиции, разходи за бъдещи периоди) и краткосрочните пасиви, е добър атестат за платежоспособността.⁴⁰

³⁸ **Bernstein, L. A., J. J. W., J. W.** Financial Statement Analysis (Theory, application and interpretation), Irwin, 1997, p. 538.

³⁹ Изменението на експресния показател за платежоспособността в границите от 0.5 до 1 се смята за лошо финансово състояние.

⁴⁰ По отношение на показателя обаче се отбелязва: „Според „митологията“ за финансовите показатели, ако експресният показател е равен на 1, той е „сигурен“, но само наивен мениджър може да се отнася сериозно към подобно твърдение. Сигурният експресен показател определено зависи от характер на

Производствено предприятие със значителни вземания и експресен показател доста под 100% е с по-малки възможности да изплати своите текущи задължения в сравнение с търговско предприятие, което има повече вземания и експресна платежоспособност по-малка от 100%. Разглежданият показател за платежоспособността служи основно за определяне на тенденциите в изменението на платежоспособността и за сравнителни анализи между предприятия от даден отрасъл.⁴¹ Смята се че е много трудно да се създаде стандарт за нормална или поне удовлетворителна платежоспособност, което важи за повечето финансови измерители на корпоративната активност.

Показателят за ликвидността се изчислява по формулата:

$$\text{Ликвидност} = \frac{\text{Краткотрайни активи} - \text{Краткосрочни пасиви}}{\text{Краткосрочни пасиви}} \\ = \text{Оборотен капитал} : \text{Краткосрочни пасиви}$$

Значителният ръст на краткотрайните активи над краткосрочните пасиви, т.е. съществуването на достатъчно оборотен капитал, е признак за очакване на ефективна дейност и елиминиране на несигурността в предприятията, че неочакван спад на оборотния капитал ще влоши уреждането на стойностните отношения с тях. Причините за подобен спад могат да са различни: лоша организация по събиране на вземанията; рискът част от произведените блага да погинат или да се окажат негодни за продажба; неочаквано намаляване на пазарния курс на краткосрочно придобити ценни книжа и други. На по-ранен етап банките са предоставяли заеми на предприятия с текуща

дейността". (Pearce II, J., R. Roboson, Jr. *Strategic Management. Strategy Formulation and Implementation*, 3rd edition, Irwin, Homewood, Illinois, 1988, p. 229-230.).

⁴¹ По отношение на разглежданите показатели за платежоспособността се отбелязва: „Повечето аналитици приемат измерител за текущата платежоспособност между 2 и 3. Големият измерител за текущата платежоспособност не е непременно положителна черта; той може да означава, че организацията не осъществява най-ефективното използване на активите. Оптималният измерител за текущата платежоспособност ще варира от отрасъл до отрасъл... Тъй като бавно обръщащите се или морално остарели материални запаси могат да завоалират способността на фирмата да посрещне краткосрочните ѝ претенции, понякога за отразяване на платежоспособността на фирмата се предпочита експресната платежоспособност... Експресната платежоспособност от 1 би била типична за американските отрасли. Макар че има по-малка вариация в измерителя за експресната платежоспособност в сравнение с текущата платежоспособност, стабилните отрасли ще предпочитат да функционират при нисък измерител.” (Трифонов, Т. *Финансово управление на корпорацията*. С., Профиздат, 1990 г., с. 69-82.).

платежоспособност (оборотен капитал) в размер на 200%. По-късно идеята е била, че силно платежоспособно предприятие е това, чийто текущ оборотен капитал е по-малък от отношението 2 : 1. Едновременно с това лошо финансово състояние може да е налице и при показател за оборотен капитал в размер доста над 200%.

Текущата платежоспособност непосредствено се следи от банковите кредитни специалисти, защото прецизира вероятността, в договорения срок да се удовлетворят финансовите претенции на заемодателите. За разлика от кредитните инспектори специалистите по инвестиционен анализ дефинират решенията си за придобиване (продажба) на ценни книжа по очаквания положителен финансов резултат в дългосрочен период. Тези становища обаче не се абсолютизират. Презумцията е, специалистите по инвестиционен анализ винаги да се съобразяват с краткосрочната финансова политика на предприятието, а за рационалния кредитен специалист не е без значение дългосрочно прогнозираната корпоративна ефективност.

Характеризирането на степените на платежоспособността – *силна*, *задоволителна* и *слаба*, в единство с посочените критерии – наличие или недостиг на собствен оборотен капитал и на текущ оборотен капитал, води до следната систематизация:

Силна	}	Наличие (+) собствен оборотен капитал
платежоспособност		Наличие (+) текущ оборотен капитал
Задоволителна	}	Недостиг (-) собствен оборотен капитал
Платежоспособност		Наличие (+) текущ оборотен капитал
Слаба	}	Недостиг (-) собствен оборотен капитал
платежоспособност		Недостиг (-) текущ оборотен капитал.

Тези степени позволяват обаче сравняване само на абсолютните величини на собствения и на текущия оборотен капитал, т.е. на дългосрочната и краткосрочната платежоспособност.⁴² Невъзможността за из-

⁴² Нуждите от оборотен капитал са съществено диференцирани според характера на икономическата активност. Освен това, въпреки че кредиторите могат да изискват колкото е възможно по-високи показатели за корпоративната платежоспособност, нейната силно нараснала величина може да е признак за неоползотворени парично-стойностни алтернативи, респ. неефективни стратегически вложения. Положителната висока обръщаемост на ресурсите с краткотрайно предназначение може да е следствие от отрицателни процеси като спад на приходите от продажбите или недостатъчния размер на краткотрайните материални активи. Положително явление като ускорено акумулиране на вземанията от разни дебитори може да бъде следствие просто от загубата на част от клиентите на предприятието (само по себе си негативно явление) в резултат на нежеланието им да предоставят търговски кредит и други причини. И в

разяване на видовете платежоспособност чрез относителни показатели (%) затруднява числовото измерване на двустранно обусловените зависимости „ефективност – задлъжнялост” и „ефективност – платежоспособност”.

Ефектът от измерването на платежоспособността на изследваните 50 водещи български предприятия през разглеждания тригодишен период 2007–2009 г. е в класифицирането им според степените на показателя – *силна, задоволителна и слаба платежоспособност*. При наличието на две еднакви степени за платежоспособността и една различна от тях се приема степенята на първите преобладаващи две степени. Това е представено в Таблица 11.

Таблица 11

Класифициране на предприятията по групите степени на платежоспособност за периода 2007-2009 г.							
№	Предприятие	2009 г.		2008 г.		2007 г.	
		Об.к-л ¹	Плат.	Об.к-л	Плат.	Об.к-л	Плат.
1	Амилум България	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
2	Балканфарма – Дупница	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
3	Благоевград – БТ	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
4	Булярд Кабелна индустри	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
5	Данон Сердика АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
6	Девния цимент АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
7	Мастер Стийл Профайлс	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
8	Готмар ЕООД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
9	Дуропак – Тракия папир	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна

крайна сметка, тъй като финансовите отчети информират за резултатите от изминала икономическа активност, техните данни за изчисляването на базисните финансови показатели могат в определена степен да се окажат остарели още към дата на публикуването на съответните отчети.

10	Елкабел АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
11	Епик Електр. Асембли	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
12	Крафт Фуудс България	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
13	Монбат АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
14	Папас олио АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
15	Приста ойл АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
16	Софарма АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
17	София Булгартабак	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
18	Спарки Елтос АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
19	Филкаб АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
20	Чипита България АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
21	Е, Миролио АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(+) собствен (+) текущ	Силна
22	М+С Хидравлик	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна
23	Вулкан цимент АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(-) собствен (+) текущ	Задов.
24	Неохим АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(-) собствен (+) текущ	Задов.
25	Яна АД	(+) собствен (+) текущ	Силна	(+) собствен (+) текущ	Силна	(-) собствен (+) текущ	Задов.

26	Стомана Индъстри АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
27	Тракия глас България	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
28	Оргахим АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
29	Дружба Стък- ларски заводи	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
30	Биовет АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
31	Булсафил ЕООД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
32	Комбинат за цветни метали	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
33	Либхер Хаусг. Марица	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
34	Златна Панега цимент АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
35	Идеал Станд. България АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(+) собствен (+) текущ	Задов.
36	Идеал Станд. Видима АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(+) собствен (+) текущ	Задов.
37	Солвей Соди АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(+) собствен (+) текущ	Задов.
38	Лукойл Нефтохим	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
39	Оловноцинков комплекс	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.
40	Прециз Интер Холдинг	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (+) текущ	Задов.

41	Каменица АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
42	Загорка АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
43	Вестникарска група Б-я	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
44	Карлсберг България АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
45	Монди Пекид. Стамболийски	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
46	Нестле България АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
47	София мед АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
48	Алкомет АД	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба
49	СЕ Борднетце – България	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (+) текущ	Задов.
50	Холсим България АД	(-) собствен (+) текущ	Задов.	(-) собствен (-) текущ	Слаба	(-) собствен (-) текущ	Слаба

Със знак (+) се означава *наличието* на собствен или текущ оборотен капитал;

Със знак (-) се означава *недостигът* на собствен или текущ оборотен капитал.

На основата на данните от Таблица 11 се извършва обобщаване за установените степени на платежоспособността на изучаваните 50 водещи български предприятия за разглеждания тригодишен период, както това е дадено в Таблица 12.

Тенденцията в промените в степените на платежоспособността на изследваните български предприятия е в посока от силна и задоволителна към слаба платежоспособност. Прави се изводът за определен стремеж в изследваните предприятия, в условията на финансово-икономическата криза да имат грижливо отношение към своята платежоспособност, така че да не достигнат до изпадане във фалит. За разглеждания времеви период тази тенденция се изразява в преобладаващите степени за *силна* и *задоволителна* платежоспособност, които общо са 80%

(50% *силна* и 30% *задоволителна* платежоспособност) за всичките обхванати предприятия.

Таблица 12

Обобщена класификация на предприятията по групите степени на тяхната платежоспособност за периода 2007-2009 г.						
Степени за класифициране	2009 г.		2008 г.		2007 г.	
	Брой	%	Брой	%	Брой	%
1. <i>Силна</i> платежоспособност	25	50%				
2. <i>Задоволителна</i> платежоспособност			15	30%		
3. <i>Слаба</i> платежоспособност					10	20%

Предприятията са подредени в низходящ ред, като се започва със степента „*силна*” платежоспособност, т.е. едновременната *наличност* на собствен и текущ оборотен капитал. Завършва се със „*слаба*” платежоспособност, т.е. едновременният *недостиг* на собствен и текущ оборотен капитал.

5.2. Паралелно измерване на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност”

От представените по-горе анализи началният извод е за удовлетворително състояние на изследваните предприятия по степента на тяхната платежоспособност. Видно е, че $\frac{1}{2}$ от общия брой анализирани предприятия са със *силна* платежоспособност. Този предварителен извод обаче неизбежно търпи корекции при отчитане ролята на фактора „финансови източници за осигуряването на платежоспособността”. Ако това осигуряване преимуществено е за сметка на външен (привлечен) капитал, т.е. има съобразяване с обусловената от риска за дейността капиталова структура на предприятието, тогава представата за неговата платежоспособност може да се промени. Затова по-нататъшното характеризирание на зависимостта „ефективност – платежоспособност” е чрез възприетите оценки в диапазона от *много добро* до *много лошо*, както е представено в Таблица 13.

Въвеждането на субективно определени оценки на икономическото, в частност на финансовото състояние на предприятията при невъзможно установяване на адекватни количествени измерители, е практика на водещи международни компании, специализирани в тази насока.

Таблица 13

Комбинации от двустранната икономическа зависимост „ефективност – платежоспособност”		Финансово състояние
1. Висока ефективност	+ Силна платежоспособност	Много добро
2. Висока ефективност	+ Задоволителна платежоспособност	По-добро
3. Висока ефективност	+ Слаба платежоспособност	Добро
4. Нормална ефективност	+ Силна платежоспособност	Недобро
5. Нормална ефективност	+ Задоволителна платежоспособност	Критично
6. Нормална ефективност	+ Слаба платежоспособност	Нелошо
7. Ниска ефективност	+ Силна платежоспособност	Лошо
8. Ниска ефективност	+ Задоволителна платежоспособност	По-лошо
9. Ниска ефективност	+ Слаба платежоспособност	Много лошо

В световен мащаб функционират ефикасни системи за определяне рейтингите на котираните на фондовите борси ценни книжа на корпоративни единици.

Повечето рейтинги се извършват от утвърдили се международни рейтингови агенции, като Мууди'с (Moody's), Стандарт & Пуър'с (Standard & Poor's, S&P), Фич Рейтингс (Fitch Ratings) и др.⁴³ Прилаганият кредитен рейтинг на емитираните корпоративни облигации е комбиниран израз на преценката за кредитоспособността на емитента на ценните книжа и тяхното качество. Рейтингът измерва кредитния риск или риска от неплатежоспособност, т.е. вероятността за настъпване на противоположни събития на интересите на купувача на ценните книжа. Оценката на кредитоспособността се изразява чрез серия от символи за характеризиране на степента на кредитния риск.

Например дългосрочните кредитни рейтинги на агенцията

⁴³ Установяването на рейтинги е характерно също за агенциите „Fitch Investors Service” „Duff”, „Phelps” и др. Редица институции обаче разработват свои вътрешни рейтинги.

„Standard & Poor's” са, както следва: 1) Рейтинг AAA – Облигации с най-висок рейтинг⁴⁴; 2) Рейтинг AA – Облигации с висок рейтинг, но не толкова, колкото тези с предходния рейтинг⁴⁵; 3) Рейтинг A – Облигации, които са по-силно уязвими към неблагоприятните изменения в икономическите условия, отколкото облигациите в предходните две категории⁴⁶; 4) Рейтинг BBB – Облигации със среден рейтинг⁴⁷; 5) Рейтинги BB, B, CCC, CC и C – Облигации, които притежават значителни спекулативни характеристики⁴⁸, в т.ч.: BB – Облигации, които са по-

⁴⁴ AAA - Облигации с най-висок рейтинг, респ. степен на защита на главницата и лихвата. Капацитетът на длъжника да посреща своите финансови задължения по облигацията, е изключително силен. Динамиката на лихвените проценти по такива облигации е в съответствие с лихвените нива на пазара, което осигурява тяхната максимална сигурност.

⁴⁵ AA – Облигации с висок рейтинг, но не толкова, колкото тези с предходния рейтинг. Те се различават само в малка степен в сравнение с предходния рейтинг. Капацитетът на длъжника да посреща своите финансови задължения по облигацията, е много силен.

⁴⁶ A – Облигации, които са по-силно уязвими към неблагоприятните изменения в икономическите условия, отколкото облигациите в предходните две категории. Въпреки това обаче капацитетът на длъжника да посреща своите финансови задължения по облигацията, остава силен. Изплащането на главниците и лихвите по тези облигации се приема за сигурно.

⁴⁷ BBB – Облигации със среден рейтинг. Класифицират се между сигурните облигации и тези, при които започва да преобладава спекулативният елемент. Имат добро покритие с активи и като цяло са защитени от удовлетворителните печалби, но изискват наблюдение при промяната в икономическите условия. Неблагоприятни икономически условия или изменящи се обстоятелства могат да доведат до отслабване на капацитета на емитента им да посреща своите финансови задължения по облигацията.

⁴⁸ BB, B, CCC, CC и C – Облигации, които притежават значителни спекулативни характеристики. BB отразява най-ниската степен на спекуляция, а C – най-високата. Докато подобни облигации имат макар и ниско качество и защитни характеристики, те могат да се окажат надценени в условията на висока несигурност или засилена уязвимост спрямо неблагоприятни промени. BB – Облигации, които са по-малко уязвими към неплащане в сравнение с други спекулативни характеристики. Все пак те се отличават със значителна несигурност или висока експозиция към неблагоприятни икономически, финансови или бизнес условия. Това може да доведе до неадекватен капацитет на длъжника да посрещне своите финансови задължения по облигацията. B – Облигации, които са по-уязвими към неплащане от предходните, но при тях все още длъжникът има капацитет на длъжника да посрещне своите финансови задължения по тях. Неблагоприятни икономически, финансови или бизнес условия могат да влошат капацитета на длъжника да посрещне своите финансови задължения по облигацията. CCC – Облигации, които текущо са уязвими спрямо неплащане и зависят от наличието на благоприятни икономически, финансови или бизнес условия, за да могат длъжниците да посрещнат своите финансови задължения по тях. В случай на неблагоприятни условия длъжникът няма да е в състояние да

малко уязвими към неплащане в сравнение с други спекулативни характеристики; В – Облигации, които са по-уязвими към неплащане от предходните; ССС – Облигации, които текущо са уязвими спрямо неплащане; СС – Облигации, които текущо са силно уязвими спрямо неплащане; С – Облигации, които са силно уязвими към неплащане и за които се очаква ограничена крайна защита; 6) Рейтинг D – Облигации, които са в неплатежоспособност⁴⁹; 7) NR – не е присъден кредитен рейтинг или няма достатъчно информация⁵⁰.

Ползването на чуждестранен опит в областта на детерминирането на рейтинги обаче е невъзможно. Финансово-икономическите критерии за рейтинговането на утвърдилите се международни агенции за външна кредитна оценка обичайно не са публично разкривани. В това отношение Л. Бърнстейн ясно отбелязва: „Основните агенции за изготвяне на кредитен рейтинг отказват да информират за съвкупността от фактори, които използват в техния процес на рейтинговане (обект на решенията от борда на директорите). Причината е, че това е едновременно изкуство и наука, а също така поради факта, че ако го направят, ще се приведат безкрайни аргументи за правомерността на множеството оценъчни фактори, които са съдържание на техните решения за формирането на рейтингите.”⁵¹ Все пак е известно, че последните включват, първо, количествени измерители и то преди всичко различни финансови показатели, и второ, качествени фактори като позиция на емитента на съответния пазар, качество на производствено-финансовия мениджмънт и др.

Това, което е възможно и оправдано на настоящия етап при изготвянето на рейтинги за кредитоспособността на българските предприятия, е самостоятелното изготвяне на подходящи критерии за оценка на финансовото състояние и по-нататък създаването на общоприети рейтинги. При възприемането на оценки за финансовото състояние на предприятията се съблюдава да е налице синхронизация в тяхното под-

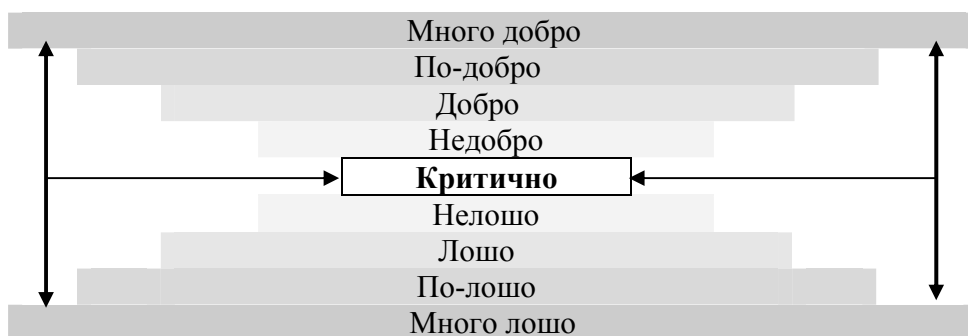
посрещне своите финансови задължения по облигацията. СС – Облигации, които текущо са силно уязвими спрямо неплащане. Този рейтинг се присъжда и на облигации, за които все още не е обявена неплатежоспособност (дифолт), но агенция „Standard & Poor’s“ очаква да се случи това. С – Облигации, които са силно уязвими към неплащане и за които се очаква ограничена крайна защита.

⁴⁹ D – Облигации, които са в неплатежоспособност. При нехибридни финансови инструменти това означава, че плащанията по облигацията не са правени на съответните дати.

⁵⁰ NR – Не е присъден кредитен рейтинг или няма достатъчно информация, на базата на която да се формира рейтингът, или „Standard & Poor’s“ не присъжда рейтинг на определена облигация като въпрос на възприета политика.

⁵¹ Bernstein, L. A., Wild, J. J., Wild, J. op.cit., 1997, p. 641.

реждане. Изисква се, те да се разпределят равномерно около субективно формираната оценка в средата на съвкупността от адекватни финансови оценки. В случая за средна величина е възприета оценката „критично” състояние. По този начин подреждането на посочените оценки наподобява формата на пясъчен часовник с най-тясна част – оценката „критично” състояние (Фигура 6).



Фигура 6

Изследването на двустранната икономическа зависимост „ефективност – платежоспособност” е с очакването за нараснал обективизъм на оценката на финансовото състояние. Обединяването на възприетите три степени на *ефективността* – *висока, нормална и ниска*, с възприетите три степени на *платежоспособността* – *силна, задоволителна и слаба*, рефлектира във формирането на **девет групи (комбинации)** от тях. Специфичният проблем на измерването на зависимостта „ефективност – платежоспособност” е, че ефективността се изразява като процентна величина, а платежоспособността – в абсолютни суми (на собствения и текущия оборотен капитал).

За разглежданите 50 водещи предприятия у нас през периода 2007–2009 г. прилагането на критериите за оценка по икономическата зависимост „ефективност – платежоспособност” води до групиране на изследваните предприятия по видовете степени (*силна, задоволителна, слаба*) за влиянието на платежоспособността върху ефективността, като оценките за финансовото състояние на предприятията са в обхвата от *много добро до много лошо*, както е илюстрирано в Таблица 14.

Таблица 14

Класификация на предприятия по групите средногодишни степени на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност” за периода 2007-2009 г.				
№	Предприятия	Ефективност¹ степен	Платежоспособност² степен	Финансово състояние
1	Златна Панега цимент	Висока	Задоволителна	По-добро
2	Холсим България АД	Висока	Слаба	Добро
3	Амилум България	Нормална	Силна	Недобро
4	Девня цимент АД	Нормална	Силна	Недобро
5	Дуропак – Тракия папир	Нормална	Силна	Недобро
6	Крафт Фуудс България АД	Нормална	Силна	Недобро
7	Монбат АД	Нормална	Силна	Недобро
8	Данон Сердика АД	Нормална	Силна	Недобро
9	Чипита България АД	Нормална	Силна	Недобро
10	Вулкан цимент АД	Нормална	Задоволителна	Критично
11	Яна АД	Нормална	Задоволителна	Критично
12	Нестле България АД	Нормална	Слаба	Нелошо
13	Загорка АД	Нормална	Слаба	Нелошо
14	Балканфарма – Дупница	Ниска	Силна	Лошо
15	Благоевград – БТ	Ниска	Силна	Лошо
16	Булярд Корабостроит. инд.	Ниска	Силна	Лошо
17	Готмар ЕООД	Ниска	Силна	Лошо
18	Идеал Стандарт България	Ниска	Силна	Лошо
19	Идеал Стандарт Видима	Ниска	Силна	Лошо
20	Папас олио АД	Ниска	Силна	Лошо
21	Мастер Стийл Профайлс	Ниска	Силна	Лошо
22	М+С Хидравлик АД	Ниска	Силна	Лошо
23	Приста ойл АД	Ниска	Силна	Лошо
24	Солвей Соди АД	Ниска	Силна	Лошо
25	Елкабел АД	Ниска	Силна	Лошо
26	Спарки Елтос АД	Ниска	Силна	Лошо
27	Е, Мирوليو АД	Ниска	Силна	Лошо

28	Биовет АД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
29	Булсафил ЕООД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
30	Дружба Стъкларс. заводи	Ниска	Задоволителна	По-лошо
31	Комбинат Цветни Метали	Ниска	Задоволителна	По-лошо
32	Либхер Хаусгер. Марица	Ниска	Задоволителна	По-лошо
33	Лукойл Нефтохим Бургас	Ниска	Задоволителна	По-лошо
34	Неохим АД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
35	Оловноцинков комплекс	Ниска	Задоволителна	По-лошо
36	Оргахим АД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
37	Прециз Интер Холдинг АД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
38	Тракия глас България ЕАД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
39	Стомана Индъстри АД	Ниска	Задоволителна	По-лошо
40	СЕ Борднетце – България	Ниска	Задоволителна	По-лошо
41	Алкомет АД	Ниска	Слаба	Много лошо
42	Епик Електроник Асембли	Ниска	Силна	Много лошо
43	Вестникарска група	Ниска	Слаба	Много лошо
44	Каменица АД	Ниска	Слаба	Много лошо
45	Карлсберг България АД	Ниска	Слаба	Много лошо
46	Монди Пек. Стамболийски	Ниска	Слаба	Много лошо
47	София Булгартабак АД	Ниска	Силна	Много лошо
48	Софарма АД	Ниска	Силна	Много лошо
49	София мед АД	Ниска	Слаба	Много лошо
50	Филкаб АД	Ниска	Силна	Много лошо

За синтезирано представяне на основата на данните в Таблица 14 по разглежданата двустранна икономическа зависимост „ефективност – платежоспособност” се определят случаите (броя ситуациите) на финансовото състояние на изследваните предприятия у нас за периода 2007–2009 г., както са показани в Таблица 15.

Таблица 15

Обобщено представяне на групите степени на зависимостта „ефективност – платежоспособност“ за периода 2007-2009 г.					Финансово състояние
Ефективност		Платежоспособност	Брой	%	
Висока	+	Силна	-	-	Много добро По-добро Добро
Висока	+	Задоволителна	1	2%	
Висока	+	Слаба	1	2%	
<hr/>					
Нормална	+	Силна	7	14%	Недобро Критично Нелошо
Нормална	+	Задоволителна	2	4%	
Нормална	+	Слаба	2	4%	
<hr/>					
Ниска	+	Силна	14	28%	Лошо По-лошо Много лошо
Ниска	+	Задоволителна	13	26%	
Ниска	+	Слаба	10	20%	
Общо			50	100%	

При класифицирането на предприятията по групите степени на двустранно обвързаните икономически показатели за ефективността и платежоспособността се констатира силно преобладаване на отрицателните оценки за финансовото състояние на съответните стопански единици. Тези оценки – от *нелошо* до *много лошо* финансово състояние – възлизат на 78% от общия брой на предприятията, което не е за учудване в условията на финансово-икономическата криза.

Изводът, който се прави, е, че оценяването на финансовото състояние на предприятията по **двустранната икономическа зависимост „ефективност – платежоспособност“** е **много по-усъвършенствано** в сравнение с това само по индивидуалните показатели за ефективността (Приложение 3) и платежоспособността (Таблица 11). Включването на показателя за платежоспособността във връзка с оценката на финансовото състояние към този за ефективността съществено редуцира началните отрицателни представи за финансовото състояние на изследваните предприятия.

Слабост на изследването на финансовото състояние по обективната и обоснована връзка „ефективност – платежоспособност“ си остава констатацията за субективно определяната платежоспособност чрез степените *силна*, *задоволителна* и *слаба* (по наличието, респ. недостига, на собствен и текущ оборотен капитал). Така тя не получава непосредствено числово измерение. Като алтернатива на връзката, предвид изразяването на платежоспособността чрез оборотния капитал, е вместо субективно определяната платежоспособност да се използва популярният

финансов показател „обращаемост на оборотния капитал”. Проблемът е за синхронизация на измерването му с това на нормите (%) неефективността, доколкото обращаемостта на елементите на оборотния капитал се измерва, както следва: за видовете материални запаси – в брой обороти; за вземанията – в дни на един оборот.

6. Детайлизация на изменението на ефективността под влиянието на задлъжнялостта и платежоспособността

Основният въпрос, който се поставя в изследването, е: могат ли задлъжнялостта и платежоспособността да се разглеждат като фактори за ефективността към инвестирания капитал на предприятията? От извършените проучвания не се констатира, въпросът досега да е поставян в специализираната финансова литература, но той определено заслужава внимание.

Ако се приеме съответната теза, следва, че ефективността към инвестирания капитал зависи от:

- първо, капиталовата структура на фирмата, т.е. съотношението „*привлечен капитал : собствен капитал*” като израз на финансовата задлъжнялост;

- второ, наличието на собствен и текущ оборотен капитал във фирмата като израз на дългосрочната и краткосрочната платежоспособност.

От икономическа гледна точка има основания да се приеме посочената теза. Определено задлъжнялостта и платежоспособността могат да се разглеждат като фактори за обобщаващия показател „ефективност към инвестиран капитал”. Количественото изразяване на посочените теоретични предпоставки на основата на акумулираните и обработените по-горе данни за изследваните 50 водещи предприятия у нас е представено в Таблица 16.

Таблица 16

Обобщена класификация на предприятията по ефективност към инвестирания капитал за периода 2007-2009 г. по степените на задлъжнялостта								
Критерии	Степени		Висока		Нормална		Ниска	
	Брой	%	Брой	%	Брой	%		
от 0.20 нагоре от 0.10 до 0.19 до 0.09 включително	2	4%	11	22%	37	74%		

Таблица 17

А. Комбинации „Ефективност – Задлъжнялост” (от Табл. 8)		
Ефективност	Задлъжнялост	Общо
1. Висока	+ Лека 2%, Удовлетворителна 0%, Тежка 2%	4%
2. Нормална	+ Лека 14%, Удовлетворителна 4%, Тежка 4%	22%
3. Ниска	+ Лека 10%, Удовлетворителна 10%, Тежка 54%	74%
Б. Комбинации „Ефективност – Платежоспособност” (от Табл. 15)		
Ефективност	Платежоспособност	Общо
4. Висока	+ Силна 0%, Задоволителна 2%, Слаба 2%	4%
5. Нормална	+ Силна 14%, Задоволителна 4%, Слаба 4%	22%
6. Ниска	+ Силна 28%, Задоволителна 26%, Слаба 20%	74%

В Таблица 17 е представено факторното разлагане на видовете ефективност – *висока*, *нормална* и *ниска* под влияние на промените (степените) на факторите задлъжнялост и платежоспособност, както следва:

а/ За изчислената степен „висока” ефективност към инвестирания капитал в размер на 4% под влияние на факторите за задлъжнялостта и платежоспособността (Таблица 17).

Под влияние на фактора „задлъжнялост”, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – задлъжнялост” (Таблица 8), изчислената *висока ефективност в размер на 4%* се разлага на:

- елемент „висока ефективност + лека задлъжнялост” в размер на 2%, и на
- елемент „висока ефективност + тежка задлъжнялост” в размер на 2%.

Следователно за високата ефективност са повлияли в еднаква степен факторите *лека* и *тежка задлъжнялост*, но не и факторът *удовлетворителна задлъжнялост*, както е показано в Таблица 17, сектор А, под номер 1.

Под влияние на фактора „платежоспособност”, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност” (Таблица 15), високата ефективност в размер на 4% се разлага на:

- елемент „висока ефективност + задоволителна платежоспособност” в размер на 2%, и на
- елемент „висока ефективност + слаба платежоспособност” в размер на 2%.

Следователно за високата ефективност са повлияли в еднаква степен двата фактора *задоволителна* и *слаба платежоспособност*, но

не и факторът *силна платежоспособност*, както е показано в Таблица 17, сектор Б, под номер 4.

б/ За изчислената степен „нормална“ ефективност към инвестирания капитал в размер на 22% под влияние на факторите за задлъжнялостта и платежоспособността (Таблица 17).

Под влияние на фактора „задлъжнялост“, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – задлъжнялост“ (Таблица 8), *високата ефективност в размер на 22%* се разлага на:

- елемент „нормална ефективност + лека задлъжнялост“ в размер на 14%,
- елемент „нормална ефективност + удовлетворителна задлъжнялост“ в размер на 4%, и на
- елемент „нормална ефективност + тежка задлъжнялост“ в размер на 4%.

Следователно за нормалната ефективност са повлияли в различна степен трите фактора – *лека, удовлетворителна и тежка задлъжнялост*, както е показано в Таблица 17, сектор А, под номер 2.

Под влияние на фактора „платежоспособност“, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност“ (Таблица 15), *нормалната ефективност в размер на 22%* се разлага на:

- елемент „нормална ефективност + силна платежоспособност“ в размер на 14%,
- елемента „нормална ефективност + задоволителна платежоспособност“ в размер на 4%, и на
- елемент „нормална ефективност + слаба платежоспособност“ в размер на 4%.

Следователно за високата ефективност са повлияли в различна степен трите фактора *силна, задоволителна и слаба платежоспособност*, както е показано в Таблица 17, сектор Б, под номер 5.

в/ За изчислената степен „ниска“ ефективност в размер на 74% под влияние на факторите за задлъжнялостта и платежоспособността (Таблица 17).

Под влияние на фактора „задлъжнялост“, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – задлъжнялост“ (Таблица 8), *ниската ефективност в размер на 74%* се разлага на:

- елемент „ниска ефективност + лека задлъжнялост“ в размер на 10%,
- елемент „ниска ефективност + удовлетворителна задлъжнялост“ в размер на 10%, и на

- елемент „ниска ефективност + тежка задлъжнялост” в размер на 54%.

Следователно за ниската ефективност са повлияли в различна степен трите фактора *лека, удовлетворителна и тежка задлъжнялост*, както е показано в Таблица 17, сектор А, под номер 3.

Под влияние на фактора „платежоспособност”, установено при анализа на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност” (Таблица 15), *ниската ефективност в размер на 74%* се разлага на:

- елемент „ниска ефективност + силна платежоспособност” в размер на 28%;

- елемент „ниска ефективност + задоволителна платежоспособност” в размер на 26%, и на

- елемент „ниска ефективност + слаба платежоспособност” в размер на 20%.

Следователно за ниската ефективност са повлияли в различна степен трите фактора – *силна, задоволителна и слаба платежоспособност*, както е показано в Таблица 17, сектор Б, под номер 6.

Допълнителна и по-добра представа за влиянието на фактора за задлъжнялостта върху изменението на обобщаващия показател за ефективността се получава от излагането на получените по-горе резултати в матрична форма, както е представено в Таблица 18 и Таблица 19.

От матричното представяне в Таблица 18 на разчленените резултати за зависимостта между ефективността – *висока, нормална и ниска*, от една страна, и задлъжнялостта – *лека, удовлетворителна и тежка*, от друга страна, се правят изводите за **общото влияние на степените на задлъжнялостта върху ефективността**, както следва:

- общо влияние на леката задлъжнялост 26%;
- общо влияние на удовлетворителната задлъжнялост 14%;
- общо влияние на тежката задлъжнялост 60%.

Таблица 18

А. Комбинации „Ефективност – Задлъжнялост” ¹ за изследваните 50 български предприятия за периода 2007-2009 г.				
ЕФЕКТИВНОСТ	ЗАДЛЪЖНЯЛОСТ			Общо
	Лека	Удовлетворителна	Тежка	
Висока	2%	0%	2%	4%
Нормална	14%	4%	4%	22%
Ниска	10%	10%	54%	74%
Общо ²	26%	14%	60%	100%

¹ От Таблица 8.

² Същите сумарни резултати се установяват и в Таблица 6.

Смисълът на изследването на миналите икономически процеси се състои в изготвянето на модели за бъдещото управление на тези процеси. Качествено новият момент в предлагания анализ на взаимосвързаните категории за ефективността и задлъжнялостта, освен предлагането на рейтингова система за финансовата оценка, е и диференциацията на посочените влияния на трите степени (*лека, удовлетворителна и тежка*) на задлъжнялостта върху трите степени на ефективността (*висока, нормална и ниска*).

Така *леката задлъжнялост* обуславя висока ефективност в размер на 2%, нормална ефективност в размер на 14% и ниска ефективност в размер на 10%.

Удовлетворителната задлъжнялост обуславя висока ефективност в размер на 14%, нормална ефективност в размер на 4% и ниска ефективност в размер на 4%.

Тежката задлъжнялост обуславя висока ефективност в размер на 10%, нормална ефективност в размер на 10% и ниска ефективност в размер на 54%.

От матричното представяне в Таблица 19 на разчленените резултати за двустранната зависимост между ефективността – *висока, нормална и ниска*, от една страна, и платежоспособността – *силна, задоволителна и слаба*, от друга страна, се правят изводите за **общото влияние на степените на платежоспособността върху ефективността**, както следва:

- общо влияние на леката задлъжнялост 42%;
- общо влияние на удовлетворителната задлъжнялост 32%;
- общо влияние на тежката задлъжнялост 26%.

Таблица 19

Б. Комбинации „Ефективност – Платежоспособност“ ¹ за изследваните 50 български предприятия за периода 2007-2009 г.				
ЕФЕКТИВНОСТ	ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТ			Общо
	Силна	Задоволителна	Слаба	
Висока	0%	2%	2%	4%
Нормална	14%	4%	4%	22%
Ниска	28%	26%	20%	74%
Общо	42%	32%	26%	100%

¹ От Таблица 15.

При дадена икономическа ситуация установените норми (%) на влиянието на степените на задлъжнялостта и на степените на платежоспособността върху ефективността позволяват на финансовия менидж-

мънт да предприема адекватни мерки за преодоляването на едно или друго отрицателно влияние.

По отношение на изследваните 50 български предприятия в условията на финансово-икономическата криза през периода 2007–2009 г. се констатира най-силно влияние в размер на 60% на *тежката задлъжнялост* (Таблица 18), обусловило *ниската ефективност* към инвестирания капитал. В това отношение влиянието от 26% на *слабата платежоспособност* е доста по-малко (Таблица 19), което показва къде трябва да се насочат усилията за повишаването на общото равнище на обобщаващия показател за ефективността.

В предлагания анализ на взаимосвързаните категории за ефективността и платежоспособността се диференцират посочените влияния на трите степени (*силна, задоволителна и слаба*) на платежоспособността върху трите степени на ефективността (*висока, нормална и ниска*).

Така *силната платежоспособност* обуславя висока ефективност в размер на 0%, нормална ефективност в размер на 14% и ниска ефективност в размер на 28%.

Задоволителната платежоспособност обуславя висока ефективност в размер на 2%, нормална платежоспособност в размер на 4% и ниска платежоспособност в размер на 26%.

Слабата задлъжнялост обуславя висока ефективност в размер на 2%, нормална ефективност в размер на 4% и ниска ефективност в размер на 20%.

На фона на посочената диференциация на съдържанието на Таблица 18 и Таблица 19 се откроява следният факт. Независимо как се изследва изменението на обобщаващия показател за ефективността, т.е. дали под влиянието на фактора за задлъжнялостта или под влиянието на този за платежоспособността, общите стойности на въведените степени на ефективността – *висока, нормална и ниска*, остават еднакви. Това е отразено в колоните „общо” на двете таблици.

Диференцира се вътрешното съдържание (степените) на непосредствените зависимости между ефективността и задлъжнялостта, от една страна, и ефективността и платежоспособността, от друга страна. В тази връзка като много интересен се откроява **проблемът за едновременното влияние на задлъжнялостта и платежоспособността върху ефективността**. На този етап това обаче това е затруднено поради липсата на единствен измерител, т.е. относителна величина (%), за платежоспособността като цяло (дългосрочна плюс краткосрочна платежоспособност).

Силата на финансовата наука за разлика от счетоводната е в прогнозирането на развитието на икономическата активност: среднос-

рочно прогнозиране до три години и дългосрочно прогнозиране над този период на проявленията на различните финансови показатели. На тази основа представеното съдържание на зависимостите „ефективност – задлъжнялост” в Таблица 18 и „ефективност – платежоспособност” в Таблица 19 може да служи за прогнозиране на бъдещите общи степени (стойности) на ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността. В общ вид това съдържание може да се изрази в матрична форма, както е представено съответно в Таблица 20 и в Таблица 21.

Таблица 20 (%)

ЕФЕКТИВНОСТ	ЗАДЛЪЖНЯЛОСТ			Общо
	Лека	Удовлетворителна	Тежка	
Висока	a_{11}	a_{12}	a_{13}	a_{1j}
Нормална	a_{21}	a_{22}	a_{23}	a_{2j}
Ниска	a_{31}	a_{32}	a_{33}	a_{3j}
Общо	a_{i1}	a_{i2}	a_{i3}	a_{ij}

Таблица 21 (%)

ЕФЕКТИВНОСТ	ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТ			Общо
	Силна	Задоволителна	Слаба	
Висока	b_{11}	b_{12}	b_{13}	b_{1j}
Нормална	b_{21}	b_{22}	b_{23}	b_{2j}
Ниска	b_{31}	b_{32}	b_{33}	b_{3j}
Общо ²	b_{i1}	b_{i2}	b_{i3}	b_{ij}

При задаването на стойности на различните елементи a_{ij} и b_{ij} в горните матрици става възможно изчисляването на общите прогнозни степени за влиянието на факторите за задлъжнялостта и платежоспособността върху резултативния показател за ефективността. По отношение на изходните матрици в двете таблици не е проблем да се приложи инструментариумът на матричната алгебра за изчисляване на общите стойности на видовете степени. Възможно най-точното определяне на елементите a_{ij} и b_{ij} в горните матрици предполага прецизността на изгражданата рейтингова система за оценка на фактическото финансово състояние на предприятията. По-нататък става възможно да се прогнозират оценките за финансовото състояние на предприятията на основата на изследваните зависимости „ефективност – задлъжнялост” (Таблица 7) и „ефективност – платежоспособност” (Таблица 14).

Заклучение

Настоящото изследване отдава заслужено широко внимание върху факторното влияние на задлъжнялостта и платежоспособността на предприятията върху ефективността им във връзка с оценката на финансовото им състояние в условията на криза. Пример за това е българската практика в условията на глобалната финансово-икономическа криза от 2007 г.

На основата на извършено емпирично изследване е разработена авторова система от рейтинги за оценка на финансовото състояние на 50 водещи предприятия в България през периода 2007–2009 г. Изходен пункт на анализа е изследването на трите водещи показатели за ефективността към инвестирания капитал, задлъжнялостта и платежоспособността на предприятията без изучаване на връзката помежду им, т.е. като относително обособени категории.

Доколкото подобен подход не позволява да се очертае цялостна картина на финансовото състояние на предприятията, специално внимание в труда е отделено върху изследването на рейтингова система на предприятията, базирана върху двустранните икономически зависимости между резултативната категория за ефективността към инвестирания капитал с категориите за задлъжнялостта и платежоспособността.

Отчитането на ролята на двете значими комбинирани зависимости „ефективност – задлъжнялост” и „ефективност – платежоспособност” при оценяването на финансовото състояние на предприятията подобрява процеса за вземането на решения в сравнение с извършваната оценка единствено чрез показателя „ефективност към инвестирания капитал” и респективно, само чрез една от двете изследвани двустранни зависимости.

В анализа са установени конкретни степени за изразяване на трите изследвани категории – ефективност, задлъжнялост и платежоспособност, и те са представени количествено като елементи на изходните матрици на взаимосвързаните степени за зависимостите „ефективност – задлъжнялост” и „ефективност – платежоспособност”. По този начин крайните резултати от фактическото проучване позволяват да бъдат обобщени в матрични модели за прогнозиране на оценката на корпоративното финансово състояние.

От матричното представяне на резултатите за двустранната зависимост между ефективността – висока, нормална и ниска, от една страна, и платежоспособността – силна, задоволителна и слаба, от друга страна, се формулират изводите за общото влияние на степените на платежоспособността върху ефективността. От матричното представяне на

резултатите за двустранната зависимост между ефективността – висока, нормална и ниска, от една страна, и финансовата задлъжнялост чрез съотношението „привлечен капитал : собствен капитал” – лека, удовлетворителна и тежка, от друга страна, се генерират изводите за общото влияние на степените на задлъжнялостта върху ефективността на предприятията.

Основните заключения, които могат да се изведат от направения анализ и оценка на финансовото състояние на изследваните 50 водещи български предприятия в условията на финансово-икономическата криза, са следните:

- За изследвания период 2007–2009 г. се установява наличието на съвсем малък брой предприятия с висока ефективност към инвестирания капитал в сравнение с техния общ брой. Докато предприятията с нормална ефективност са значителен брой, то тези с ниска ефективност са почти 3/4 от цялата изследвана съвкупност.

- Неудовлетворително е финансовото състояние на изследваните 50 водещи български предприятия от различните отрасли на националната икономика, измерено според степента на тяхната ефективност към инвестиран капитал. Колкото и значими да са видовете показатели за ефективността, те не са достатъчни за пълното оценяване на финансовото състояние на предприятията и на риска по инвестирането в националната икономика.

- Според степента на финансовите задължения на изследваните български предприятия се установява силно влошено финансово състояние на онези от тях, които имат структуроопределящо значение за националното стопанство. 3/4 от тези предприятия са с неблагоприятно съотношение между привлечен и собствен капитал. Този извод определено е в унисон с негативните тенденции, наблюдавани във финансовото състояние на предприятията според тяхната ефективност към инвестирания капитал.

- Тенденцията в промените на степените на платежоспособността на изследваните предприятия е в посока от силна и задоволителна към слаба платежоспособност. Все пак е налице определен стремеж на някои предприятия да имат грижливо отношение към своята платежоспособност в условията на финансово-икономическата криза, така че да не достигнат до изпадане във фалит (дифолт). Свидетелство за това е фактът, че почти 1/2 от изследваните български предприятия все пак са със силна платежоспособност през анализирания период.

- В условията на финансово-икономическата криза през периода 2007–2009 г. се констатира най-силно влияние в размер на 60% на тежката задлъжнялост на изследваните 50 водещи български предприятия,

обусловило ниската им ефективност към инвестиция капитал. В това отношение влиянието на слабата платежоспособност, в размер на 26%, е доста по-малко, което показва къде трябва да се насочат усилията за повишаването на общото равнище на обобщаващия показател за ефективността.

Цитирана и използвана литература

1. Александрова, М. Оптимизация на инвестиционния избор. С., Изд. „Тракия-М”, 2001 г.
2. Александрова, М. Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза. В: колективно изследване по университетски научноизследователски проект „Проблеми на оповестяването, оценката и контрола на риска в следприсъединителния период на България към ЕС”, Договор за университетска научна поръчка № 21.03 – 9/2008 г., Фонд „Научни изследвания” на УНСС, С., 2008 г.
3. Александрова, М. Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза, Презентация по университетски научноизследователски проект „Проблеми на оповестяването, оценката и контрола на риска в следприсъединителния период на България към ЕС”, Договор за университетска научна поръчка № 21.03 – 9/2008 г., Фонд „Научни изследвания” на УНСС, С., 2008 г.
4. Вачков, Ст. За необходимостта от нова рискова култура на банковия мениджмънт. В: Сборник доклади „Световната криза и икономическото развитие”, Том 2, Университетско изд. „Наука и икономика”, Варна, 2010.
5. Галиц, Г. Финансов инженеринг. Бургас, Изд. „Делфин”, 1994.
6. Дечев, Г. Систематични упражнения по счетоводство. С., 1946.
7. Добрев, Д. Учение за балансите от счетоводно, стопанско и юридическо гледище и с оглед към прилагането на Закона за търговските книги. С., 1922.
8. Завадска, З., Иванич-Дроздовска, М., Яворски, В. Банково дело. С., УИ „Стопанство”, 2004 г.
9. Попчев, И. Стратегии за управление на риска - записки на лектора, декември 2004.
10. Трифонов, Т. Финансово управление на корпорацията. С., Профиздат, 1990.
11. Трифонова, С. Управление на риска в банката. С., Изд. „ТРАКИЯ М”, 2015.

12. Altman, E. I., Predicting Financial Distress of Companies. Revisiting the Z-Score and Zeta® Models, July 2000.
13. Bernstein, L. A., Wild, J. J., Wild, J. Financial Statement Analysis (Theory, application and interpretation), Irwin, 1997.
14. Damodaran, A. „The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation”, Stern School of Business, New York, January 2006.
15. Damodaran, A. „Valuation Approaches and Metrics: A Survey on the Theory and Evidence”, Stern School of Business, New York, November 2006.
16. Damodaran, A. „Estimating Risk Parameters”, Stern School of Business, New York, 2012.
17. Demirguc-Kunt, A., Martinez-Peria, M.S. and Th. Tressel. „The Impact of Global Financial Crisis on Firms’ Capital Structure”, *Policy Research Working Paper № 7522*, World Bank Group, Department Research Group, December 2015.
18. Knight, F. H. *Risk Uncertainty and Profit*, Chicago University Press, Chicago, 1971.
19. Lindo, D. K. „Asset Management is Your Job”, *SuperVision*, Vol. 69 (1), 2008, pp. 14-18.
20. Moosa, I. A., *Operational Risk Management*, Palgrave, Macmillan, London, 2007.
21. Mueller, G., Gernon, H. Meek, G. *Accounting. In International Perspective*, Third Edition, Irwin, Illinois, 1994.
22. Pearce II, J., R. Roboson, Jr., *Strategic Management. Strategy Formulation and Implementation*, Third Edition, Irwin, Homewood, Illinois, 1988.
23. Pyle, D. H. „Bank Risk Management: Theory”, *Research Programme in Finance Working Paper*, No. RPF-272, UC Berkeley Research Programme in Finance, July 1997.
24. Schachter, B. *The Practice of Risk Management*, April 2004.
25. Soliman, M. T. „The Use of DuPont Analysis by Market Participants”, *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, 2008.
26. Warner, J. N. „Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977, pp. 337-347.
27. Wellink, N. „Risk Management & Financial Stability: Basel II and beyond”, Remarks by Dr. Nout Wellink, President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, at the GARP 2007 8th Annual Risk Management Convention & Exhibition, New York, 27 February 2007, BIS Review 18/2007.

Приложения

Приложение 1. Инвестиран капитал (средногодишен)

(в хил. лв.)

№	Инвестиран капитал (средногодишен)	2009 г.	2008 г.	2007 г.
1	Алкомет АД	175 866	174 025	177 624
2	Амилум България АД	180 866	173 116	137 398
3	Балканфарма – Дупница АД	283 402	280 478	265 802
4	Биовет АД	131 360	124 402	114 179
5	Благоевград – БТ АД	384 369	395 221	320 973
6	Булсафил ЕООД	77 215	78 090	72 362
7	Булярд Кабелна индустрия ЕАД	179 111	157 711	113 828
8	Вестникарска група България ООД	72 797	77 197	77 120
9	Вулкан цимент АД	93 464	87 410	71 761
10	Готмар ЕООД	170 115	168 262	154 074
11	Данон Сердика АД	33 297	30 786	27 062
12	Девня цимент АД	346 573	321 534	266 923
13	Дружба Стъкларски заводи АД	339 253	325 306	294 341
14	Дуропак – Тракия папир АД	95 028	89 715	82 515
15	Елкабел АД	65 671	67 433	65 928
16	Е, Мирوليو АД /много големи разлики/	983 402	758 224	379 912
17	Епик Електроник Асембли АД	140 962	131 103	111 042
18	Загорка АД	125 597	110 431	100 487
19	Златна Панега цимент АД	202 695	198 987	167 060
20	Идеал Стандарт България АД	55 012	59 398	67 850
21	Идеал Стандарт Видима АД	308 927	244 388	179 206
22	Каменица АД	96 861	91 937	89 952
23	Карлсберг България АД	150 248	143 652	116 676
24	Комбинат за цветни метали АД	337 900	367 797	393 270
25	Крафт Фуудс България АД	179 341	147 842	127 221
26	Либхер Хаусгерете Марица ЕООД	201 882	177 922	139 235
27	Лукойл Нефтохим Бургас АД	1 970 822	1 988 641	2 096 688
28	Мастер Стийл Профайлс АД	69 140	63 258	47 899
29	М+С Хидравлик АД	52 812	54 254	51 636
30	Монди Пекиджинг Стамболийски ЕАД	76 961	115 911	98 005
31	Монбат АД	167 393	140 249	104 442
32	Неохим АД	159 714	150 043	129 561
33	Нестле България АД	134 091	126 679	98 143
34	Оловноцинков комплекс АД	194 052	170 150	125 522
35	Оргакхим АД	94 705	107 830	81 791
36	Папас олио АД	108 812	121 923	140 973
37	Прециз Интер Холдинг АД	135 806	128 765	103 358
38	Приста ойл АД	166 196	136 643	100 060
39	СЕ Борднетце – България ЕООД	42 058	45 986	46 147
40	Солвей Соди АД	601 383	560 863	486 782
41	Софарма АД	407 970	373 137	325 038
42	София Булгартабак АД	164 442	164 688	133 791

43	София мед АД	409 005	413 633	387 902
44	Спарки Елтос АД	135 299	124 350	90 467
45	Стомана Индъстри АД	715 872	766 593	695 990
46	Тракия глас България ЕАД	367 796	360 883	358 263
47	Филкаб АД	72 691	74 208	57 506
48	Холсим България АД	293 529	310 862	217 713
49	Чипита България АД	110 097	106 509	87 590
50	Яна АД	46 697	47 422	43 252

Приложение 2. Нетна печалба на предприятията

(в ХИЛ. ЛВ.)

№	Нетна печалба (загуба) на предприятията	2009 г.	2008 г.	2007 г.
1	Алкомет АД	856	1 116	3 762
2	Амилум България АД	20 680	10 647	19 374
3	Балканфарма – Дупница АД	7 823	1 026	19 829
4	Биовет АД	5 656	615	230
5	Благоевград – БГ АД	1 533	11 230	30 034
6	Булсафил ЕООД	329	10	4 865
7	Булярд Корабостроителна индустрия ЕАД	-9 215	72	213
8	Вестникарска група България ООД	-20	-1 487	257
9	Вулкан цимент АД	9 873	17 223	18 729
10	Готмар ЕООД	-2 033	2 792	2 037
11	Данон Сердика АД	7 394	5 700	3 715
12	Девня цимент АД	18 367	40 388	55 142
13	Дружба Стъкларски заводи АД	11 849	28 528	27 223
14	Дуропак – Тракия папир АД	15 337	12 262	11 643
15	Елкабел АД	4 095	3 845	6 585
16	Е, Мирлио АД	-8 233	-24 386	117
17	Епик Електроник Асембли АД	10 390	12 659	12 741
18	Загорка АД	22 153	16 820	14 051
19	Златна Панега цимент АД	20 231	89 495	61 238
20	Идеал Стандарт България АД	790	-1 661	1 425
21	Идеал Стандарт Видима АД	2 140	16 028	34 131
22	Каменица АД	3 228	1 150	15 661
23	Карлсберг България АД	393	4 089	1 931
24	Комбинат за цветни метали АД	603	-101 848	15 446
25	Крафт Фуудс България АД	25 552	21 672	13 983
26	Либхер Хаусгерете Марица ЕООД	22 046	7 605	11 056
27	Лукойл Нефтохим Бургас АД	-176 038	-473 402	103 552
28	Мастер Стийл Профайлс АД	-5 977	793	3 890
29	М+С Хидравлик АД	38	6 627	4 140
30	Монди Пекиджинг Стамболийски ЕАД	-95 064	-5 472	7 156
31	Монбат АД	17 093	26 295	17 409
32	Неохим АД	-17 849	44 841	3 008
33	Нестле България АД	7 668	22 164	11 735
34	Оловноцинков комплекс АД	5 145	-37 596	13 826
35	Оргахим АД	-1 163	-3 402	6 764
36	Папас олио АД	399	13 630	2 444

37	Прециз Интер Холдинг АД	-9 676	254	1 563
38	Приста ойл АД	416	4 791	2 631
39	СЕ Борднегце – България ЕООД	287	-99	-4 565
40	Солвей Соди АД	12 152	26 781	55 865
41	Софарма АД	33 497	19 295	30 630
42	София Булгартабак АД	99	345	5 719
43	София мед АД	-12 266	-56 248	-2 517
44	Спарки Елтос АД	-11 619	9 826	9 191
45	Стомана Индъстри АД	-52 895	95 712	91 688
46	Тракия глас България ЕАД	7 317	30 459	39 784
47	Филкаб АД	2 890	3 535	7 362
48	Холсим България АД	24 894	75 259	70 056
49	Чипита България АД	14 920	13 710	9 842
50	Яна АД	-1 477	4 876	3 828

Приложение 3. Предприятията според базисния относителен показател за ефективността към инвестиран капитал (ROA) за периода 2007-2009 г.

№	Предприятия	(в %)		
		2009 г.	2008 г.	2007 г.
1	Алкомет АД	0.00	0.01	0.02
2	Амилум България АД	0.11	0.06	0.14
3	Балканфарма – Дупница АД	0.03	0.00	0.07
4	Биовет АД	0.04	0.00	0.00
5	Благоевград – БТ АД	0.00	0.03	0.09
6	Булсафил ЕООД	0.00	0.00	0.07
7	Булярд Корабостроителна индустрия ЕАД	-0.05	0.00	0.00
8	Вестникарска група България ООД	0.00	-0.02	0.00
9	Вулкан цимент АД	0.11	0.20	0.26
10	Готмар ЕООД	-0.01	0.02	0.01
11	Данон Сердика АД	0.22	0.19	0.14
12	Девня цимент АД	0.05	0.13	0.21
13	Дружба Стъкларски заводи АД	0.03	0.09	0.09
14	Дуропак – Тракия папир АД	0.16	0.14	0.14
15	Елкабел АД	0.06	0.06	0.10
16	Е, Миролио АД	-0.01	-0.03	0.00
17	Епик Електроник Асембли АД	0.07	0.10	0.11
18	Загорка АД	0.18	0.15	0.14
19	Златна Панега цимент АД	0.10	0.45	0.37
20	Идеал Стандарт България АД	0.01	0.03	0.02
21	Идеал Стандарт Видима АД	0.01	0.07	0.19
22	Каменица АД	0.03	0.01	0.17
23	Карлсберг България АД	0.00	0.03	0.02
24	Комбинат за цветни метали АД	0.00	-0.28	0.04
25	Крафт Фуудс България АД	0.14	0.15	0.11
26	Либхер Хаусгерете Марица ЕООД	0.11	0.04	0.08
27	Лукойл Нефтохим Бургас АД	-0.09	-0.24	0.05
28	Мастер Стийл Профайлс АД	-0.09	0.01	0.08

29	М+С Хидравлик АД	0.00	0.12	0.08
30	Монди Пекиджинг Стамболийски	-1.24	-0.05	0.07
31	Монбат АД	0.10	0.19	0.17
32	Неохим АД	-0.11	0.30	0.02
33	Нестле България АД	0.06	0.17	0.12
34	Оловноцинков комплекс АД	0.03	-0.22	0.11
35	Оргахим АД	-0.01	-0.03	0.08
36	Папас олио АД	0.00	0.11	0.02
37	Прециз Интер Холдинг АД	-0.07	0.00	0.02
38	Приста ойл АД	0.00	0.04	0.03
39	СЕ Борднетце – България ЕООД	0.01	0.00	-0.10
40	Солвей Соди АД	0.02	0.05	0.11
41	София Булгартабак АД	0.00	0.00	0.04
42	Софарма АД	0.08	0.05	0.09
43	София мед АД	-0.03	-0.14	-0.01
44	Спарки Елтос АД	-0.09	0.08	0.10
45	Стомана Индъстри АД	-0.17	0.12	0.13
46	Тракия глас България ЕАД	0.02	0.08	0.11
47	Филкаб АД	0.04	0.05	0.13
48	Холсим България АД	0.08	0.24	0.32
49	Чипита България АД	0.14	0.13	0.11
50	Яна АД	0.03	0.10	0.19

ОЦЕНКА НА ФАКТОРНОТО ВЛИЯНИЕ НА ЗАДЛЪЖНЯЛОСТТА И ПЛАТЕЖОСПОСОБНОСТТА ВЪРХУ ЕФЕКТИВНОСТТА НА ПРЕДПРИЯТИЯТА

Доц. д-р Силвия Трифонова

Резюме

Основната цел на студията е да се изследва и оцени влиянието на задлъжнялостта и платежоспособността върху ефективността на предприятията както в теоретико-методологичен контекст, така и чрез прилагането на богат емпиричен анализ на водещи български предприятия. Мотивацията за това научно изследване е свързана с факта, че ефективността (възвръщаемостта, рентабилността) е сложна икономическа категория, чието равнище зависи от множество икономически фактори. Изследователската теза на труда е, че задлъжнялостта и платежоспособността са значими фактори, въздействащи върху ефективността на българските предприятия в условията на финансово-икономическа криза.

Избраната авторова методология се основава на богато емпирично изследване, включващо два основни компонента: първо, анализ на обособените показатели за ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността на компаниите без изучаване на връзката помежду им, т.е. като относително обособени категории, и второ, анализ на резултатите двустранни зависимости между показателите за ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността, т.е. изследване на трите зависимости „ефективност – задлъжнялост”, „ефективност – платежоспособност” и „задлъжнялост – платежоспособност”.

За по-голяма икономическа достоверност на настоящото изследване в студията са обхванати 50 водещи предприятия в България от различните отрасли на националното стопанство като достатъчно представителен брой за анализа. Периодът за изследването е три години (2007–2009 г.) в условията на глобалната финансово-икономическа криза. В структурно отношение в студията на първо място се разкриват същностните характеристики на риска и на финансовия риск в частност, както и на тяхната количествена оценка и отражение върху финансовото състояние на предприятията. На второ място се прилага задълбочен анализ на особеностите на оценката на финансовата задлъжнялост и на платежоспособността на предприятията, която служи за предпоставка на проведеното по-нататъшно паралелно измерване на двустранните зависимости „ефективност – задлъжнялост”, „ефективност – платежоспособност”

и „задлъжнялост – платежоспособност“. Накрая се осъществява детайлизация на изменението на ефективността на изследваните български предприятия под влиянието на тяхната задлъжнялост и платежоспособност. Студията завършва с обобщаване на резултатите от направеното задълбочено емпирично изследване.

Основните заключения от направения емпиричен анализ са, както следва: 1) През периода 2007–2009 г. е малък броят на българските предприятия, които се отличават с висока ефективност към инвестиция капитал. Компаниите с нормална ефективност са значителен брой, а тези с ниска ефективност съставляват почти 3/4. 2) Българската практика показва, че според степента на задлъжнялост е налице силно влошено финансово състояние на онези предприятия, които имат структуроопределящо значение за националната икономика. 3/4 от тези компании са с неблагоприятно съотношение между привлечен и собствен капитал. 3) Тенденцията в изменението на платежоспособността на изследваните български предприятия е в посока от силна и задоволителна към слаба платежоспособност. Все пак е налице определен стремеж на някои компании да имат грижливо отношение към своята платежоспособност в условията на финансово-икономическата криза, така че да не достигнат до изпадане във фалит. Свидетелство за това е фактът, че почти 1/2 от изследваните предприятия се характеризират със силна платежоспособност. 4) В периода 2007–2009 г. констатираното най-силно влияние в размер на 60% на тежката задлъжнялост на изследваните 50 предприятия в България обуславя ниската им ефективност към инвестиция капитал. Влиянието на слабата платежоспособност в размер на 26% е много по-малко, което показва в какви посоки трябва да се концентрират усилията за повишаването на общото равнище на обобщаващия показател за ефективността.

Ключови думи: ефективност; задлъжнялост; платежоспособност; България.

JEL: G32.

ESTIMATION OF THE FACTOR IMPACT OF INDEBTEDNESS AND SOLVENCY ON ENTERPRISES EFFICIENCY

Assoc. Prof. Silvia Trifonova, Ph.D.

Abstract

The main objective of this study is to research and estimate the impact of indebtedness and solvency on the efficiency of enterprises, first within a theoretical and methodological context, and second, by applying a profound empirical analysis on leading Bulgarian enterprises.

The motivation for this scientific research is associated with the fact that the efficiency (return, profitability) is a complex economic category, and its value depends on a number of economic factors. The research thesis is that indebtedness and solvency are important factors, impacting the efficiency of Bulgarian enterprises in a time of financial and economic crisis.

The applied author's methodology is based on a profound empirical research, comprising two key components: first, an analysis of the separate individual indicators – efficiency, indebtedness and solvency of companies, without studying their interconnectedness, e.g. as relatively separate categories, and second, an analysis of the resulting bilateral trade-offs between the efficiency, indebtedness and solvency of enterprises, e.g. examining the following three relationships: „efficiency – indebtedness”, „efficiency – solvency” and „indebtedness – solvency”.

In order to achieve greater economic reliability in the current research, 50 leading enterprises in Bulgaria from different economic sectors are included in the study. The reviewed period is three years (2007-2009) during the global financial and economic crisis. As far as the structure of the study is concerned, first, the essence of risk and financial risk in particular is revealed, as well as their quantitative estimations and influence on the financial statement of enterprises. Second, the study analyzes extensively the peculiarities of the assessment of financial indebtedness and solvency of enterprises, which serves as a basis for the further parallel estimations of the bilateral trade-offs: „efficiency – indebtedness”, „efficiency – solvency” and „indebtedness – solvency”. Finally, a detailed study is made on the developments in efficiency under the influence of indebtedness and solvency of the examined Bulgarian enterprises. The study concludes with summarizing the results obtained from the profound empirical research.

The main conclusions from the empirical study are the following: 1) During the period 2007-2009 there is a small number of Bulgarian

enterprises, which are distinguished by a high efficiency on the invested capital ratio. Many companies have a normal efficiency ratio, but those with a low efficiency ratio make up almost $\frac{3}{4}$. 2) According to the degree of indebtedness, the Bulgarian practice shows that there is a seriously deteriorated financial statement of those enterprises that have structural importance for the national economy. $\frac{3}{4}$ of those companies have an unfavourable „debt – equity” ratio level. 3) The solvency ratio of the investigated Bulgarian enterprises tends to shift from high and satisfactory solvency levels towards a low solvency level. However, there is certain ambition in some companies to be mindful of their solvency issues during the financial and economic crisis, so as to prevent themselves from declaring bankruptcy. This is proved by the fact that almost $\frac{1}{2}$ of the reviewed enterprises are characterized by a high solvency ratio. 4) During the period 2007-2009 the observed highest impact of the heavy indebtedness ratio (60%) is determinant of the low efficiency on the invested capital of the reviewed 50 enterprises in Bulgaria. The impact of the low (26%) indebtedness ratio is lower and it shows in what directions the efforts should be concentrated with a view to increase the overall corporate efficiency.

Keywords: efficiency, indebtedness, solvency, Bulgaria.

JEL: G32.

Съдържание

Увод	135
1. По въпроса за същността на риска	137
2. Финансовият риск и неговата оценка	143
3. Методология на емпиричното изследване на зависимостта между ефективността, задлъжнялостта и платежоспособността	148
4. Изследване на зависимостта между ефективността и задлъжнялостта на предприятията	155
4.1. Особености на измерването на финансовата задлъжнялост	155
4.2. Паралелно измерване на двустранната зависимост „ефективност – задлъжнялост”	163
5. Изследване на зависимостта между ефективността и платежоспособността	167
5.1. Особености на измерването на платежоспособността	167
5.2. Паралелно измерване на двустранната зависимост „ефективност – платежоспособност”	179
6. Детайлизация на изменението на ефективността под влиянието на задлъжнялостта и платежоспособността	187
Заключение	194
Цитирана и използвана литература	196
Приложения	198
Резюме	202
Abstract	204

СЪДЪРЖАНИЕ

Терзиев, В. Приложение на социалното програмиране в регулирането на развитието: ефективни политики чрез насърчаване на социалната активност на човешкия ресурс.....	7
Горанова, П., Василева С. Емпирично изследване на синергичния ефект между елементите на интегрираните маркетингови комуникации	93
Трифенова, С. Оценка на факторното влияние на задлъжнялостта и платежоспособността върху ефективността на предприятията	135
Ангов, М., Кулчев, К. Усъвършенстване на митническия контрол и финансовия анализ при оценка на платежоспособността на Одобрените икономически оператори	207
Перков, В. Класификация на европейските държави според степента на развитие на електронната търговия от типа „Бизнес към бизнес”	241
Динков, М. Burnout – синдром на професионално изчерпване или синдром на съвременния служител	279

TABLE OF CONTENTS

Terziev, V. Application of social programming in regulating the development: Effective policies through encouraging human resource social activities	7
Goranova, P., Vasileva, S. Empirical study of the synergistic effect between the elements of integrated marketing communications	93
Trifonova, S. Estimation of the factor impact of indebtedness and solvency on enterprises efficiency	135
Antov, M., Kulchev, K. Improvement of customs control in the analysis of financial solvency of authorized economic operators	207
Perkov, V. The European countries classification based on the level of their Business-to-business e-commerce development.....	241
Dinkov, M. BURNOUT – a professional exhaustion syndrome or a modern employee syndrome.....	279

Годишник на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” № 2
www.uni-svishtov.bg/godishnik

Редакционен съвет

Проф. д-р Маргарита Богданова – главен редактор
Проф. д-р ик.н. Васил Меразчиев
Проф. д-р Емилиян Тананеев
Доц. д-р Веселин Попов
Доц. д-р Жельо Вътев
Доц. д-р Ирена Емилова
Доц. д-р Людмил Несторов
Доц. д-р Николай Нинов
Доц. д-р Пенка Горанова
Доц. д-р Пламен Петков

Стилов редактор

Анка Танева

Английски превод

Ст. преп. Лиляна Атанасова

Международен съвет на изданието

Проф. д-р Весела Радович – Белградски университет (Република Сърбия)
Проф. д-р Роберт Димитровски – МИТ Университет, Скопие
(Република Македония)
Проф. д-р Майя Шенфилд – Технически университет, Рига (Латвия)
Проф. д-р кин Сергей Чернов – Новосибирски държавен технически
университет (Русия)

Всички материали се приемат под условие, че авторът не ги публикува на друго място. Той носи отговорност за прецизността и достоверността на своите тези и на изнесената информация.

Начин на цитиране: Годишник/СА „Д. А. Ценов”

За контакти:

Проф. д-р Маргарита Богданова – главен редактор
☎ 0631/66370, e-mail: m.bogdanova@uni-svishtov.bg
Ивелина Станева – технически секретар
☎ 0631/66364, e-mail: i.staneva@uni-svishtov.bg

ISSN 0861-8054

Yearbook of D. A. Tsenov Academy of Economics – Svishtov
2 Em Chakarov str., 5250 Svishtov
www.uni-svishtov.bg/godishnik

Editorial Board

Prof. Margarita Bogdanova, PhD – Editor-in-Chief
Prof. Vasil Merazchiev, DSc (Econ)
Prof. Emylian Tananeev, PhD
Assoc. Prof. Veselin Popov, PhD
Assoc. Prof. Zhelyo Vatev, PhD
Assoc. Prof. Irena Emilova, PhD
Assoc. Prof. Lyudmil Nestorov, PhD
Assoc. Prof. Nikolay Ninov, PhD
Assoc. Prof. Penka Goranova, PhD
Assoc. Prof. Plamen Petkov, PhD

Copy editor

Anka Taneva

Translator

Sen. Lect. Lilyana Atanasova

International Council

Prof. Vesela Radovic, PhD – Belgrade University (Serbia)
Prof. Robert Dimitrovski, PhD – MIT University Skopje (Republic of Macedonia)
Prof. Maija Senfelde, PhD – Riga Technical University (Latvia)
Prof. Sergej Chernov, PhD – Novosibirsk State Technical University (Russia)

All materials are accepted for publication provided that their authors do not publish them elsewhere. The authors are responsible for the accuracy and reliability of their theses and the information presented.

Citation guidelines: Yearbook/D. A. Tsenov Academy of Economics

Contact persons

Prof. Margarita Bogdanova, PhD – Editor-in-Chief
☎ 0631/66370, e-mail: m.bogdanova@uni-svishtov.bg
Ivelina Staneva – Technical Secretary
☎ 0631/66364, e-mail: i.staneva@uni-svishtov.bg

ISSN 0861-8054

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Ем. Чакъров, 2

АКАДЕМИЧНО ИЗДАТЕЛСТВО „ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Градево, 24

ГОДИШНИК
ТОМ СХІХ

Даден за печат на 26.07.2016 г.
Печатни коли 40,25; формат 16/70/100; тираж 100 бр.
Излязъл от печат на 30.08.2016 г.

ISSN 0861–8054



*Основан 1938 г. под
ръководството на доц.
д-р Иван Стефанов (по-
късно академик).*

ISSN - 0861-8054

ТОМ СХІХ

ГОДИШНИК

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ "Д. А. ЦЕНОВ"
СВИЩОВ



ТОМ СХІХ

2016

Основан през 1938 г. под ръководството на доц. д-р И. Стефанов (по-късно академик).

Изисквания при списването и издаването на Годишника на СА „Д. А. Ценов”

Списването и издаването на Годишника да се извършва при следните изисквания:

- студийните материали на:
 - нехабилитирани автори - да са в обем до 40 страници;
 - хабилитирани автори - да са в обем до 60 страници;
- студийните материали на нехабилитирани автори да са придружени с Препис-извлечение от катедрено обсъждане;
- материалът да не е публикуван в други издания, освен под формата на научни доклади;
- резюметата на представените ръкописи са до 1 стандартна страница;
- съдържание на материала;
- от 5 до 7 ключови думи;
- индекс/и по JEL класификация;
- депозираният материал се оценява от един рецензент;
- депозиране на материалите – една разпечатка (на хартиен носител). След стилова редакция се представя една разпечатка на хартиен носител и в електронен вид (CD);
- представеният ръкопис не се връща на авторите.

Техническите изисквания, на които следва да отговарят представените материали, са:

технически характеристики: Изпълнение MS Word 97-2003 (минимум); Размер на страницата А4; 29-30 реда и 60-65 удара в ред; Шрифт – Times New Roman 13 pt;
Разстояние между редовете

- – 1,5 lines; Полета – стандартни (Top - 1”; Bottom – 1”; Left – 1,25”; Right – 1,25” или Top – 2.54 см.; Bottom – 2.54 см; Left – 3.17 см; Right – 3.17 см); Табулация: 0,5” (или 1.27 см.); Номерация на страницата – горе вдясно; Текст под линия – размер 10 pt, Single; Наименование на материала (ALL CAPS, Times New Roman 13 pt, bold) - центрирано; Име на автора, научна степен, научно звание (малки букви Times New Roman 13 pt, bold) – изравнени вдясно. Между заглавието, имената и основния текст се оставя по един празен интервал; Графики и фигури – MS Power Point или MS Excel. Текстът под фигурите/графиките се центрира като номерацията е преди заглавието; Таблицы – заглавието е подравнено вляво, като номерацията е преди заглавието; Формулите се създават с Equation Editor, като номерацията е в скоби преди формулата; Формулите, фигурите, графиките и таблиците се вграждат софтуерно в текста.

Правилата за цитиране под линия – според стандарт БДС 17377-96