

АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВОТО СЪСТОЯНИЕ НА НЕБАНКОВИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ПОСРЕДНИЦИ В БЪЛГАРИЯ

Мария Младенова Младенова

Стопанска академия „Д. А. Ценов” – гр. Свищов
Катедра „Финанси и кредит”

Резюме: Инвестиционните посредници в България осъществяват дейността си в условията на непълноценно развит пазар (недостатъчно инвеститори и малък брой публични дружества). При определяне на актуалното им състояние трябва да се анализират различни страни от тяхната същност и е необходимо провеждане на по-задълбочен анализ на финансовото им състояние. Целта на този анализ е установяване на налични проблеми и очертаване на перспективите, които стоят пред инвестиционните посредници в България. Финансовите показатели разкриват състоянието, в което се намират. Установяването на финансовата стабилност и вероятността от настъпване на банкрут може да се определи като превантивна мярка за избягване на негативните последици.

Ключови думи: инвестиционен посредник, финансово състояние, банкрут.

JEL: G23.

AN ANALYSIS OF THE FINANCIAL CONDITION OF THE INVESTMENT INTERMEDIARIES IN BULGARIA

Mariya Mladenova Mladenova

D. A. Tsenov Academy of Economics – Svishtov
The Finance and Credit Department

Abstract: The investment intermediaries in Bulgaria operate in the conditions of a poorly developed market (insufficient number of investors and few public companies). In determining their current status it is necessary to analyze various aspects of their nature and the need to perform an in-depth analysis of their financial condition. The purpose of this analysis is to identify some existing problems and to outline the prospects that the investment intermediaries in Bulgaria face. The financial indicators reveal their current condition. The establishment of the financial stability and the probability of bankruptcy can be defined as a preventive measure to avoid negative consequences.

Keywords: investment intermediary, financial condition, bankruptcy.

JEL: G23.

Въведение

Инвестиционните посредници (ИП) са специфичен участник на капиталовия пазар. Чрез дейността, която изпълняват ИП, могат да се обособят като отделен самостоятелен сектор на икономиката – финансово-посреднически сектор. Основната функция на този сектор е смекчаването на негативните последици от наличието на асиметрична информация на пазарите на финансови инструменти посредством редуциране на разходите за информационно осигуряване и транзакционните разходи. *Обект* на настоящото изследване са небанковите инвестиционни посредници. *Предмет* е финансовото състояние на инвестиционните посредници, разгледано с различните показатели и методи на анализ. Основната *цел* е: установяване на финансовото състояние, очертаване на проблемните страни и евентуалната вероятност от настъпване на банкрут. *Задачи* на изследването са: избор на коефициенти за провеждане на анализ; прилагане на коефициентите към конкретни посредници, определяне на вероятността от настъпване на банкрут; анализ на получените резултати.

При провеждане на анализ на дейността на небанковите инвестиционни посредници в България от всички посредници на БФБ – София АД, са избирани петте посредника с най-голям и най-малък дял в постигнатия оборот и реализирания брой сделки за периода 2008–2015 г. Включените в изследването дружества са: „БенчМарк Финанс“ АД, „Първа Финансова Брокерска Къща“ ООД, „Елана Трейдинг“ АД, „Юг Маркет“ АД, „Реал Финанс“ АД, „София Интернешанъл Секюритиз“ АД, „Карол“ АД, „Кепитъл Маркетс“ АД, „Фуакал Паойнт Инвестмънт“ АД, „Адамант Кепитъл Партньърс“ АД, „Фактори“ АД, „ФК Евър“ АД, „Балканска Консултантска Компания – ИП“ ЕАД, КМ Инвест/БМФН ЕАД/УниТрейдър ЕАД.

Това означава, че тези небанкови инвестиционни посредници не просто привличат повече инвеститори, а и генерират повече средства от останалите или привличат по-малко инвеститори и генерират по-малко средства.

1. Изследване на финансовото състояние на небанковите инвестиционни посредници в България

В анализа на стабилността и резултатите от дейността на инвестиционните посредници могат да се използват различни коефициенти, които да се разделят в няколко групи според насоката на финансовия анализ. При това следва се има предвид, че всяка група дава само частична представа за цялостното състояние на разглежданото дружество.

При определяне на финансовата устойчивост на инвестиционните посредници могат да се изчисляват следните коефициенти:

- Коефициент на финансова автономност;
- Коефициент на финансова устойчивост;
- Коефициент на финансова задлъжнялост (коеф. на финансов ливъ-ридж);
- Коефициент на рентабилност на собствения капитал;
- Коефициент на осигуреност със собствен оборотен капитал;

Предвид спецификата на дейността на инвестиционните посредници и структура на актива и пасива, посочените коефициенти са подходящи при анализа на финансовото състояние на посредниците. Причината за избиране на реципрочни коефициенти (коефициент на финансова автономност и задлъжнялост) показва способността на посредниците да посрещат задълженията си, когато станат изискуеми или неспособността им да покриват дълговете си навреме.

Рентабилността и динамиката в показателите им се представя чрез използване на следните величини:

- Динамика на чистите оборотни капитали;
- Рентабилност на приходите;
- Рентабилност (възвръщаемост) на собствения капитал(ROE);
- Рентабилност (възвръщаемост) на активите(ROA);

Ефективността от дейността на инвестиционните посредници може да се анализира чрез използване на следните коефициенти:

- Коефициент на обръщаемост на чистите оборотни капитали;

При определяне на финансовата устойчивост на инвестиционните посредници се изчисляват следните коефициенти:

- Коефициент на финансова автономност (КФА) – показва равнището на финансовия риск;

Коефициентът се изчислява по следната формула:

$$\text{КФА} = \text{СК/ПК или СК/}\sum\text{П} \quad (1)$$

СК – собствен капитал;

ПК – привлечен капитал;

П – пасиви.

Нормалните стойности на коефициента изискват той да бъде \geq
1. Според НАРЕДБА за определяне на границите на коефициентите за рентабилност, ефективност и финансова автономност, на изискванията към представяните доказателства, особените случаи, методите и начините за определяне на коефициентите и нетния паричен поток (приета с ПМС № 85 / 17.04.2006 г.), размерите на този коефициент не бива да падат под 0,5. Наредбата регламентира метода и границите на изчисляването му.

- Коефициент на финансова устойчивост (КФУ) – показва дали предприятието може нормално да изплаща възникналите задължения навреме или е вероятно да изпадне в неплатежоспособност и последващ фалит;

$$\text{КФУ} = \text{СК} / \sum \text{А} \quad (2)$$

А – активи.

Нормалната му величина е близка до 1 (0,8-0,9), като стойностите му не бива да падат под 0,65.

- Коефициент на финансова задлъжнялост (коэф. на финансов ливъридж) (КФЗ) – измерва задлъжнялостта на предприятието, като анализира структурата на пасивите му (т.е при изчисляването му се включват елементи от пасива – собственият капитал и задълженията);

Коефициентът се изчислява по следната формула:

$$\text{КФЗ} = \text{Д} / \text{СК} \quad (3)$$

Д – дълг.

Границите на коефициента са 0,5 – 1. Ако коефициентът е равен на 0, означава, че дейността се финансира единствено със собствени средства.

- Коефициент на рентабилност на собствения капитал (КРСК) – показва способността на управленския екип да получи доход от вложените средства;

Коефициентът се изчислява по следната формула:

$$\text{КРСК} = \text{ЧП} / \text{СК} \quad (4)$$

ЧП – чиста(нетна) печалба;

- Коефициент на осигуреност със собствен оборотен капитал (КОСОК) – показва дали предприятието разполага с достатъчно собствени средства, за да продължава да осъществява нормалната си дейност.

Изчислява се по следната формула:

$$\text{КОСОК} = (\text{КА} - \text{КП}) / \text{КА} \quad (5)$$

КА – краткотрайни активи;
КП – краткосрочни пасиви.

Границите на коефициента са 0,1 - 0,7. Ако стойностите му са над 0,1, предприятието разполага с достатъчно собствен оборотен капитал.

Предвид спецификата на дейността на инвестиционните посредници и структура на актива и пасива посочените коефициенти са подходящи при анализа на финансовото състояние на посредниците.

Рентабилността и динамиката в показателите им се представя чрез използване на следните величини:

- Обращаемост на чистите оборотни капитали;
- Рентабилност на приходите (РП) – показва способността на предприятието да генерира печалба от постъпленията си; Изчислява се по следната формула:

$$РП = \text{ЕВИТ} / \text{ПП} \quad (6)$$

ЕВИТ – печалбата преди лихви и данъци;

ПП – приходите от продажби.

Препоръчително е, стойностите на коефициента да не падат под 0,05.

- Рентабилност (възвръщаемост) на собствения капитал (ROE) – показва способността на екипа да превърне единица вложени собствени средства в печалба; Изчислява се по следния начин:

$$\text{ROE} = \text{ЧП} / \text{СК} \text{ или} \quad (7)$$

по модела на ДюПонт:

$$\text{ROE} = (\text{ЧП} / \text{Пр}) * (\text{Пр} / \text{А}) * (\text{А} / \text{СК})$$

Пр – продажби;

ЧП – чиста (нетна) печалба;

П – пасиви;

А – активи;

СК – собствен капитал.

Моделът ДюПонт обвързва финансовата структура с ликвидността и рентабилността на компанията. Това обвързване се осъществява посредством приходите от продажби, които кореспондират с краткосрочните вземания като елемент на текущите активи и собствения капитал като част от финансовата структура. Като негов недостатък може да се посочи, че той не включва и не изследва цената на капитала като цяло.

По-високите му стойности са за предпочитане пред ниските.

- Рентабилност (възвръщаемост) на активите (ROA) - е индикатор за уменията на мениджмънта да трансформира активите в печалба. Изчислява се по следната формула:

$$ROA = \text{ЕВІТ} / \sum A \quad (8)$$

ЕВІТ – печалба преди лихви и данъци;

A – активи.

Не може да се дадат определени граници за размера на ROE и ROA. Всичко зависи от сектора, в който дадената компания осъществява дейността си. При компании с по-голям брой активи двата показателя ще са по-ниски, защото знаменателят ще бъде по-голям. В сектора на услугите активите не преобладават, което води до по-високите стойности на ROE и ROA. Двата коефициента може да са равни, когато задълженията са равни на 0. Това не винаги е добре, защото може да означава, че компанията осъществява дейността си само на база собствени средства. Така тя може да пропусне предимствата на използване на допълнителен чужд привлечен капитал.

Ефективността на дейността на инвестиционните посредници може да се анализира чрез използване на следните коефициенти:

- Коефициент на обръщаемост на чистите оборотни капитали (КОЧОК) – показва способността на компанията да управлява постъпленията и плащанията си;

$$\text{ЧОК} = \text{КА} - \text{КП} \text{ или } \text{ДП} - \text{ДА} \quad (9)$$

КА – краткотрайни активи;

КП – краткосрочни пасиви;

ДА – дълготрайни активи;

ДП – дългосрочни пасиви.

$$\text{КОЧОК} = \text{НПП} / \text{ЧОК} \quad (10)$$

НПП – нетни приходи от продажби;

ЧОК – чисти оборотни капитали.

За целите на текущия анализ на финансовата устойчивост на инвестиционните посредници и за установяване на вероятността от настъпване на банкрут се прилагат моделите на:

- Гордон Спрингейт (Springate model) (Springate G. L., 1978);

Формулата на модела е следната:

$$Z = 1.03Y_1 + 3.07Y_2 + 0.66Y_3 + 0.4Y_4 \quad (11)$$

Y_1 – чист оборотен капитал/общата сума на активите;

Y_2 – ЕВІТ/ общата сума на активите;

Y_3 – счетоводна печалба/текущи пасиви;

Y_4 – нетни приходи от продажби/ общата сума на активите;

При $Z < 0,862$, компанията е в лошо финансово състояние и вероятността за банкрут е много голяма. Като недостатък може да се посочи липсата на регионална и отраслова диференциация и че е пригоден за прилагане в развити икономики.

- Моделът на Тафлер (Taffler, 1977);

Има следната формула:

$$Z = 0,53Y_1 + 0,13Y_2 + 0,18Y_3 + 0,16Y_4 \quad (12)$$

Y_1 – ЕВИТ/ текущи задължения;

Y_2 – Текущи активи/обща сума на пасивите;

Y_3 – Текущи задължения/ обща сума на актива;

Y_4 – Нетни приходи от продажби/ обща сума на актива;

При $Z > 0,3$ – вероятността от банкрут е малка, а при $Z < 0,2$ – вероятността от банкрут е голяма.

Двата модела са подходящи за прилагане при инвестиционните посредници поради спецификите и броя на входящите данни. Показателите в модела могат да бъдат открити лесно поради публичната им достъпност. Финансовата устойчивост на дадено предприятие е показателна за способността му да се справя с динамиката на средата и условията, в които функционира.

2. Изследване на финансовото състояние на инвестиционните посредници в България

След прилагане на описаните коефициенти към инвестиционните посредници, които присъстват в посочените групи – топ 5 НБИП с най-голям брой сделки, с най-малък брой сделки, с най-голям оборот и с най-малък оборот, се получават следните резултати (вж. Таблица 1):

Посочените коефициенти са избрани, за да разкрият определени характеристики от дейността на инвестиционните посредници. Броят на коефициентите е недостатъчен, но дава определена представа за способността на посредниците да осъществяват дейността си в периода – при настъпване на финансова и икономическа криза и след това.

Таблица I.

Анализ на финансовото състояние на ИП

Година	КФА	КФЗ	КРСК	ROE	ROA	КОСОК	РП	КОЧОК	КФУ
„БенчМарк Финанс“ АД									
2008	0,29	3,47	-0,07	-0,07	-0,01	0,22	-0,06	1,23	0,13
2009	0,18	5,69	0,10	0,10	0,02	0,14	0,08	1,40	0,25
2010	0,15	6,58	0,02	0,02	0,00	0,13	0,97	1,28	0,13
2011	0,21	4,77	0,06	0,06	0,01	0,17	1,01	0,87	0,17
2012	0,08	11,96	0,03	0,03	0,00	0,08	0,84	0,73	0,08
2013	0,11	9,05	0,03	0,03	0,00	0,09	0,56	0,97	0,10
2014	0,13	7,54	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00	0,43	0,12
2015									
ПЪРВА ФИНАНСОВА БРОКЕРСКА КЪЩА									
2008	0,02	55,14	0,00	0,00	0,00	1,00	-0,39	0,62	0,02
2009	0,02	54,06	-0,05	-0,05	0,00	1,00	-0,15	0,32	0,02
2010	0,02	49,05	0,02	0,02	0,00	0,99	0,11	0,24	0,02
2011	0,02	50,69	0,02	0,02	0,00	0,99	0,07	0,41	0,02
2012	0,01	87,98	0,03	0,03	0,00	0,99	0,08	0,41	0,01
2013	0,01	114,07	0,08	0,08	0,00	0,97	0,31	0,31	0,01
2014	0,01	125,22	0,03	0,03	0,00	0,97	0,12	0,29	0,01
2015									
„ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД									
2008	0,29	3,45	-1,06	-1,06	-0,24	0,19		1,02	0,22
2009	0,37	2,72	0,02	0,02	0,01	0,23	0,08	0,46	0,27
2010	0,31	3,27	-0,05	-0,05	-0,01	0,20	-0,12	0,45	0,23
2011	0,46	2,18	-0,08	-0,08	-0,02	0,28	-0,23	0,44	0,31
2012	0,47	2,13	-0,06	-0,06	-0,02	0,28	-0,12	0,55	0,32
2013	0,27	3,70	0,05	0,05	0,01	0,20	0,22	0,74	0,21
2014	0,33	3,05	0,04	0,04	0,01	0,23	0,05	0,76	0,25
2015	0,17	5,98	-0,06	-0,06	-0,01	0,13	-0,09	0,79	0,14
„ЮГ МАРКЕТ“ АД									
2008	2,67	0,37	-1,53	-1,53	-1,11	0,72	-4,27	0,37	0,73
2009	5,01	0,20	0,01	0,01	0,01	0,83	0,01	0,79	0,83
2010	6,58	0,15	-0,01	-0,01	0,00	0,86	-0,01	0,65	0,87
2011	4,32	0,23	-0,02	-0,02	-0,02	0,81	-0,03	0,75	0,81
2012	3,02	0,33	0,14	0,14	0,11	0,74	0,19	0,78	0,75
2013	5,35	0,19	0,14	0,14	0,12	0,84	0,17	0,87	0,84
2014	5,16	0,19	0,10	0,10	0,08	0,82	0,11	1,09	0,84
2015									
„РЕАЛ ФИНАНС“ АД									
2008	1,52	0,66	0,02	0,02	0,01	0,59			0,60
2009	0,51	1,96	-0,08	-0,08	-0,03	0,33	-0,28	0,32	0,34
2010	0,35	2,88	-0,03	-0,03	-0,01	0,25	-0,14	0,24	0,26
2011	5,26	0,19	-0,49	-0,49	-0,41	0,82	-8,77	0,07	0,84
2012	2,28	0,44	-3,69	-3,69	-2,57	0,16			0,70
2013	2,32	0,43	0,02	0,02	0,01	0,18	8,00	0,03	0,70
2014	0,98	1,02	0,03	0,03	0,02	0,09	0,48	0,93	0,50
2015									

„СОФИЯ ИНТЕРНЕТЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“ АД									
2008	0,62	1,62	-1,67	-1,67	-0,64	0,27	-3,16	0,92	0,38
2009	0,61	1,64	0,06	0,06	0,02	0,28	0,25	0,45	0,38
2010	0,77	1,29	-0,09	-0,09	-0,04	0,32	0,12	2,86	0,44
2011	0,89	1,12	0,04	0,04	0,02	0,39	0,03	1,91	0,47
2012	1,68	0,60	0,27	0,27	0,17	0,59	0,24	1,43	0,63
2013	1,30	0,77	0,15	0,15	0,08	0,54	0,13	1,40	0,56
2014	1,14	0,87	0,05	0,05	0,03	0,50	0,03	1,87	0,53
2015	0,91	1,10	-0,12	-0,12	-0,06	0,41	-0,16	1,11	0,48
„КАРОЛ“ АД									
2008	77,06	0,01	0,08	0,08	0,08	0,99	0,23	0,44	0,99
2009	74,76	0,01	-0,07	-0,07	-0,07	0,99	-0,16	0,81	0,99
2010	60,89	0,02	-0,10	-0,10	-0,10	0,98	-0,12	1,53	0,99
2011	56,05	0,02	0,03	0,03	0,03	0,98	0,04	1,32	0,99
2012	22,46	0,04	0,07	0,07	0,06	0,95	0,12	0,82	0,96
2013	18,85	0,05	0,04	0,04	0,04	0,95	0,06	0,67	0,95
2014	3,94	0,25	0,04	0,04	0,03	0,79	0,08	0,49	0,80
2015									
„КЕПИТЪЛ МАРКЕТС“ АД									
2008	3,27	0,31	0,00	0,00	0,00	0,76	-0,59	0,33	0,77
2009	2,70	0,37	0,00	0,00	0,00	0,72	-0,18	0,44	0,73
2010	2,68	0,37	0,02	0,02	0,01	0,72	0,03	0,54	0,73
2011	1,06	0,95	-0,08	-0,08	-0,04	0,46	-0,12	0,89	0,51
2012	2,25	0,44	0,38	0,38	0,26	0,67	0,41	1,10	0,69
2013	4,67	0,21	0,22	0,22	0,18	0,81	0,51	0,53	0,82
2014	6,95	0,14	0,30	0,30	0,26	0,87	0,85	0,42	0,87
2015									
„ФУОКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТ“ АД									
2008	8,00	0,13	-0,02	-0,02	-0,02	0,87	-0,03	0,82	0,90
2009	9,57	0,10	-0,13	-0,13	-0,12	0,90	-0,26	0,62	0,92
2010	11,63	0,09	0,04	0,04	0,04	0,91	0,08	0,58	0,92
2011	20,64	0,05	0,03	0,03	0,03	0,79	0,07	2,64	0,96
2012	23,69	0,04	0,06	0,06	0,06	0,85	0,10	2,67	0,96
2013	28,64	0,03	0,02	0,02	0,02	0,88	0,07	1,32	0,97
2014	27,73	0,04	-0,03	-0,03	-0,03	0,87	-0,11	1,26	0,97
2015									
„АДАМАНТ КЕПИТЪЛ ПАРТНЪРС“ АД									
2008	17,50	0,06	0,05	0,05	0,05	0,89	0,09	1,25	0,95
2009	5,87	0,17	0,28	0,28	0,24	0,72	0,11	6,69	0,86
2010	2,71	0,37	0,23	0,23	0,17	0,67	0,08	4,31	0,74
2011	2,09	0,48	0,31	0,31	0,21	0,64	0,08	4,78	0,68
2012	2,61	0,38	0,18	0,18	0,13	0,68	0,05	4,67	0,73
2013	2,78	0,36	0,35	0,35	0,25	0,72	0,14	2,59	0,74
2014									
2015									

„ФАКТОРИ“ АД									
2008	35,30	0,03	0,00	0,00	0,00	0,97	0,01	0,06	0,97
2009	45,60	0,02	0,11	0,11	0,10	0,98	0,15	0,76	0,98
2010	16,79	0,06	-0,02	-0,02	-0,02	0,86	-0,05	1,31	0,94
2011	24,85	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	0,84	-0,05	5,71	0,96
2012	16,14	0,06	-0,17	-0,17	-0,16	0,83	-0,30	1,82	0,94
2013	13,28	0,08	0,01	0,01	0,01	0,82		0,00	0,93
2014	27,44	0,04	0,04	0,04	0,04	0,91	0,02	1,70	0,96
2015							0,04		
„ФК ЕВЪР“ АД									
2008	3,30	0,30	-0,12	-0,12	-0,09	0,72	-1,18	0,14	0,77
2009	3,21	0,31	-0,08	-0,08	-0,06	0,72	-1,43	0,07	0,76
2010	2,19	0,46	-0,03	-0,03	-0,02	0,62	-0,18	0,22	0,69
2011	12,00	0,08	0,45	0,45	0,42	0,91	0,44	1,26	0,92
2012	4,16	0,24	-1,21	-1,21	-0,97	0,73	-0,25	7,47	0,81
2013	1,64	0,61	-0,01	-0,01	-0,01	0,53	0,00	9,90	0,62
2014	25,39	0,04	0,26	0,26	0,25	0,96	0,04	8,67	0,96
2015									
„БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД									
2008									
2009	0,51	1,98	-0,16	-0,16	-0,05	0,33		0,26	0,34
2010	0,30	3,34	-0,41	-0,41	-0,09	0,20	-6,43	0,08	0,23
2011	0,39	2,54	0,09	0,09	0,03	0,24	0,22	0,56	0,28
2012	0,00	2144,40	0,05	0,05	0,00	0,00	0,11	0,71	0,00
2013	0,39	2,56	0,15	0,15	0,04	0,23	0,20	1,09	0,28
2014	0,60	1,66	0,49	0,49	0,18	0,35	0,51	1,23	0,38
2015									
КМ ИНВЕСТ/БМФН ЕАД/УНИТРЕЙДЪР ЕАД									
2008	3,43	0,29	-0,25	-0,25	-0,19	0,76	0,37	0,28	0,77
2009	5,43	0,18	-0,06	-0,06	-0,05	0,84	-0,33	0,20	0,84
2010	4,89	0,20	-0,11	-0,11	-0,09	0,83	-0,69	0,16	0,83
2011	1,64	0,61	0,05	0,05	0,03	0,61	0,08	0,66	0,62
2012	0,22	4,46	0,24	0,24	0,04	0,18	0,23	1,09	0,18
2013	2,06	0,48	-0,25	-0,25	-0,17	0,67	-0,26	0,98	0,67
2014	5,13	0,20	0,09	0,09	0,08	0,84	0,05	1,71	0,84

Източник: Търговски регистър (Търговски регистър, н.д.), изчисления и графично представяне от автора.

- От Таблица 1. могат да се направят следните изводи:
- От разгледаните в таблицата НБИП – „Елана Трейдинг“ АД, „Първа Финансова Брокерска Къща“ ООД, „Бенчмарк финанс“ АД и „Балканска Консултантска Компания-ИП“ АД имат коефициент на финансова автономност под 1, което е под минималните изисквания и говори за повишен финансов риск;
 - С най-високи показатели на този коефициент са „Фактори“ АД, „Фуокал ПОЙНТ“, „Инвестмънт“ АД и „Карол“ АД;
 - Единствено „София Интернешънъл Секюритаз“ АД има коефициент на финансова задлъжнялост в нормата 0,5–1. При всички останали инвестиционни посредници коефициентът е или под, или над нормата;

- При всички разглеждани инвестиционни посредници коефициентът на рентабилност на собствения капитал има много ниски и дори отрицателни стойности, което показва неспособността на управленския екип да извлече доход от вложените собствени средства;
- При всички разглеждани НБИП коефициентът на осигуреност със собствен капитал е в нормата, което говори за достатъчна осигуреност със собствени средства за осъществяване на нормална дейност;
- Всички НБИП, с изключение на „Адамант Кепитъл Партнърс“ АД, имат проблеми с приходите – през определен период се наблюдават отрицателни стойности на този коефициент. Това означава, че не всичко от постъпленията се генерира в печалба. Възможно е, част от тях да отиват в покритие на различни задължения;
- Коефициентът на финансова устойчивост е под изискуемия минимум при следните НБИП: „Бенчмарк финанс“ АД, „Първа Финансова Брокерска Къща“ ООД, „Елана Трейдинг“ АД и „Балканска Консултантска Компания-ИП“ АД. Това означава, че тези посредници изпитват затруднения при изплащане на възникналите задължения навреме. При тези инвестиционни посредници се наблюдава и по-високо ниво на финансов риск (от ниските стойности на коефициента на финансова автономност), което е допълнителна причина за тревожност;
- Коефициентът ROE имат ниска стойност при всички разглеждани НБИП, което е показателно, че мениджърският екип не успява добре да превърне единица вложен собствен капитал в печалба. Отрицателните стойности на коефициента се получава заради загубата, която реализират посредниците през годините. Това допълнително подкрепя тезата за недоброто управление на тези посредници;
- Коефициентът ROA също има много ниски стойности, което показва недобро трансформиране на активите на посредниците в печалба. Инвестиционните посредници не са произвеждащи материален продукт предприятия. Не е необходимо да имат активи на голяма стойност. Резултатите сочат друго. В общата сума на активите преобладават текущите и в частност краткосрочните финансови активи и парите и паричните еквиваленти. Това е нормално и допустимо за инвестиционните посредници.

3. Определяне на вероятността за настъпване на банкрут при инвестиционните посредници

При определяне на вероятността за банкрут се използват моделите на Гордон Спрингейт и Тафлер. Получените резултати са представени в Таблица 2.

Таблица 2.

Определяне вероятността за банкрут на НБИП

Години	Тафлер	Гордон Спрингейт	Години	Тафлер	Гордон Спрингейт
„БенчМарк Финанс“ АД			„КЕПИТЪЛ МАРКЕТС“ АД		
2008	0,27	0,16	2008	0,29	0,40
2009	0,47	0,47	2009	0,45	0,66
2010	0,43	0,68	2010	0,60	0,94
2011	0,43	0,70	2011	0,34	0,39
2012	0,34	0,24	2012	1,02	2,29
2013	0,35	0,27	2013	1,37	2,21
2014	0,31	0,14	2014	2,26	3,23
ПЪРВА ФИНАНСОВА БРОКЕРСКА КЪЩА			„ФУОКАЛ ПОЙНТ ИНВЕСТМЪНТ“ АД		
2008	-48,21	0,01	2008	1,00	0,81
2009	-7,81	-10,05	2009	0,44	-0,41
2010	1,62	1,97	2010	1,63	1,33
2011	1,33	1,57	2011	1,03	0,94
2012	1,34	1,43	2012	1,73	1,62
2013	1,55	1,84	2013	1,46	0,86
2014	0,64	0,81	2014	0,55	-0,35
„ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД			„АДАМАНТ КЕПИТЪЛ ПАРТНЪРС“ АД		
2008	0,33	0,05	2008	1,84	1,41
2009	0,32	0,29	2009	1,89	3,34
2010	0,31	0,19	2010	1,17	2,46
2011	0,30	0,21	2011	1,24	2,82
2012	0,31	0,26	2012	1,15	2,41
2013	0,35	0,36	2013	1,27	2,76
2014	0,34	0,33	2014		
2015	0,31	0,14	2014		
„ЮГ МАРКЕТ“ АД			„ФАКТОРИ“ АД		
2008	-1,61	-5,28	2008	4,71	1,04
2009	0,93	1,15	2009	8,97	4,83
2010	1,05	1,05	2010	0,82	0,23
2011	0,74	0,91	2011	0,18	-0,54
2012	0,87	1,59			

2013	1,35	2,00	2012	-0,58	-1,79
2014	1,14	1,65	2013	0,75	0,46
2015			2014	1,66	1,31
„РЕАЛ ФИНАНС“ АД			2015		
2008	0,41	0,66	„ФК ЕВЪР“ АД		
2009	0,31	0,26	2008	0,30	0,09
2010	0,31	0,24	2009	0,38	0,30
2011	-0,77	-2,34	2010	0,38	0,46
2012	-4,73	-14,22	2011	4,85	6,25
2013	0,24	0,15	2012	-1,50	-4,16
2014	0,26	0,15	2013	1,02	2,13
2015			2014	7,59	8,83
„СОФИЯ ИНТЕРНЕТЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“ АД			2015		
2008	-0,26	-2,43	„БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД		
2009	0,33	0,40	2008		
2010	0,50	0,80	2009	0,28	0,13
2011	0,43	0,69	2010	0,23	-0,19
2012	0,77	1,73	2011	0,34	0,39
2013	0,59	1,22	2012	0,31	0,00
2014	0,52	0,98	2013	0,37	0,50
2015	0,31	0,27	2014	0,55	1,32
„КАРОЛ“ АД			2015		
2008	12,96	5,69	„КМ ИНВЕСТ/БМФН ЕАД/УНИТРЕЙДЪР“ ЕАД		
2009	-0,61	-6,50	2008	0,79	0,49
2010	-1,25	-6,22	2009	0,68	0,52
2011	6,22	2,78	2010	0,51	0,24
2012	3,14	2,20	2011	0,51	0,93
2013	2,88	1,75	2012	0,37	0,43
2014	0,79	1,11	2013	0,29	0,10
2015			2014	1,30	1,98
			2015		

Източник: Търговски регистър (Търговски регистър, н.д.), изчисления и графично представяне от автора.

Въз основа на резултатите, представени в Таблица 2., се извеждат следните заключения:

- Резултатите, които се получават след изчисляване по модела на Тафлер, сочат ниска вероятност от настъпване на банкрут. През различни години се наблюдават отрицателни стойности, което засилва негативните последици от дейността на посредниците;
- След прилагане на модела на Гордон Спрингейт 5 от разгледаните НБИП имат ниски резултати и висока вероятност от банкрут. Това са: „БенчМарк Финанс“ АД, „Елана Трейдинг“ АД, „Реал Финанс“ АД, „Балканска Консултантска компания – ИП“ ЕАД и „КМ Инвест/БМФН ЕАД/Унитрейдър“ ЕАД.

При прилагане на двата модела се избира периодът 2008–2014 г., който обхваща кризисен и посткризисен период. Актуалната 2015 г. не се включва поради непълнотата на данните в отчетите на разгледаните посредници.

При модела на Гордон Спрингейт в знаменателя на включените променливи (съотношения) се използва основно общата сума на актива. При модела на Тафлер разпределението на сумата на актива и пасива в знаменателя е 50:50. Една от променливите и в двата модела е една и съща – съотношението нетни приходи от продажби/общата сума на актива. В модела на Тафлер с най-голямо значение е съотношението между ЕБИТ и текущите задължения. Недостатък и на двата модела е липсата на отчитане на отрасловите особености на компаниите, за които се прилагат.

Заключение

Инвестиционните посредници като специфичен вид финансова институция осъществяват дейността си при спазване на редица законодателни изисквания. Едно от тях е наличието на определен размер минимален капитал, без наличието на който е немислимо съществуването на посредника. За разгледаните посредници се установяват нормални стойности на коефициента на осигуреност със собствен капитал, което е в съответствие с нормативните изисквания към дейността им. Състоянието на инвестиционните посредници отразява проблемите с ниската борсова активност и слабото инвестиционно доверие в периода на икономическа и пазарна рецесия след 2008 г. Те разполагат с нормативно изисквания капитал, но не съумяват да го използват продуктивно. Друг проблем е затрудненото изплащане на задълженията и възможността от настъпване на финансов риск. Вероятността от настъпване на банкрут е минимална, въпреки че останалите коефициенти, изследващи финансовото състояние, сочат друго. Това се дължи на спецификата на инвестиционните посредници. Дейността им се регламентира от множество нормативни изисквания. Контролът е значителен. Като останалите икономически агенти и тяхната

цел е реализиране на печалба. Резултатите от анализа са следствие от икономическите особености на държавата, в която осъществяват дейността си, и степента на развитие на българския капиталов пазар. Българският капиталов пазар не е достигнал пълния си потенциал на развитие, което отваря редица перспективи пред инвестиционните посредници.

Използвани източници:

- Springate, G. L. (н.д.). *"Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm"*. Unpublished M.B.A.
- Springate, G. L. (1978). *"Springate, GoPredicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm"*.
- Taffler, R. (1977). *Finding those companies in danger using discriminant analysis and financial ratio data: a*. London.
- Българска фондова борса. (н.д.). Изтеглено на 2016 9 5 г. от <http://www.bse-sofia.bg/>
- Захариев, А. и. (2016). *Финансов анализ*. В. Търново: ФАБЕР.
- Какърова, В. (н.д.). *Модели и показатели за анализ на финансовата устойчивост на компанията*. София: НБУ.
- Комисия за финансов надзор. (н.д.). Изтеглено на 2016 10 9 г. от <http://www.fsc.bg/bg/>
- Михайлов, М. К. (2012). *Анализ на търговския бизнес*. Фабер.
- Михайлов, М. К. (2014). *Практически курс по финансов анализ*. Свищов: АИ „Ценов“.
- НАРЕДБА за определяне на границите на коефициентите за рентабилност, ефективност и финансова автономност, на изискванията към представяните доказателства, особените случаи, методите и начините за определяне на коефициентите и нетния паричен поток . (н.д.). Изтеглено на 2016 8 20 г. от <http://top-account.net/>
- Симеонов, С. (2015). *„Инвестиционна активност на българска фондова борса - анализ на променливостта на пазарната капитализация“*. Свищов: АИ"Ценов".
- Търговски регистър. (н.д.). Изтеглено на 2016 10 1 г. от <http://www.brra.bg>