

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ВЪВ ФИНАНСОВ ДИСТРЕС

д-р Галя Тасева¹

Резюме: В статията се изследват детерминантите на краткосрочната задължнялост на МСП във финансов дистрес в България. Изследването се базира на данни от финансовите отчети на 100 нефинансови предприятия с различна основна дейност за периода 2014 – 2016 г., предоставени от Националния статистически институт. Във финансов дистрес се приема, че са фирмите, които не могат да покриват краткосрочните си задължения с паричния поток от основната си дейност. Чрез метода множествен регресионен анализ е конструиран модел, който показва позитивно влияние на нивата на нетните приходи от продажби, материалните запаси, вземанията от клиенти и доставчици и паричните средства и негативно влияние на съотношението на текущите активи към сумата на активите върху краткосрочната задължнялост на МСП във финансов дистрес.

Ключови думи: риск от фалит, финансов дистрес, краткосрочна задължнялост.

JEL: G30, G32, G33.

¹ Изследването е по проект „Мониторинг и оценка на български предприятия на основата на ключови финансови и нефинансови индикатори“, реализиран в Институт за икономически изследвания на БАН, в който авторът на изследването работи на втори трудов договор, galya_taseva@abv.bg

Увод

Рискът от фалит на фирмите е обект на множество изследвания от десетилетия, но все още остават нерешени редица въпроси, свързани с причините, които го пораждат и възможностите за неговото управление. Идентифицирането на факторите, които пораждат риска от фалит при фирмите в страната, би позволило предприемането на мерки за неговото понижаване. Общоприето в литературата е значението на задлъжнялостта и ликвидността на фирмите за изпадането им в състояние да не могат да обслужват своите задължения. При липса на достатъчно разполагаеми ресурси за своевременно изплащане на текущите задължения оцеляването на фирмите зависи от фактори като способността им да привлекат външно финансиране и толерантността на техните кредитори. Докато възможността за рефинансиране на дълга в даден момент на ликвидна криза е в зависимост и от редица фактори, които имат външен за фирмата характер и то е свързано с висок риск и финансови разходи, то в неин контрол е да планира и управлява нивата на краткосрочната си задлъжнялост с цел избягване на ликвидни проблеми и евентуален фалит. Планирането на краткосрочната задлъжнялост позволява до голяма степен редуцирането на проблемите, свързани с рефинансирането на дълга в критични за фирмата моменти. За да бъде възможно това, фирмите трябва да идентифицират ясно детерминантите на краткосрочната си задлъжнялост.

Обект на изследване са нефинансовите малки и средни предприятия в България. Предмет на изследване е краткосрочната им задлъжнялост. Целта в статията е да се идентифицират детерминантите на краткосрочната задлъжнялост на малките и средните предприятия във финансов дистрес в страната.

Теоретичен обзор

Един от проблемите при анализа на риска от фалит на фирмите е липсата на единна дефиниция на това явление, което затруднява съпоставимостта на резултатите от множеството изследвания в областта.

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

Повечето автори ползват най-вече тесните юридически дефиниции за фалит, тъй като така се улеснява събирането на данни (Lukasov и Hoffman, 2014, Balcaen и Ooghe, 2004). Недостатък на този избор е, че в различните страни може да има различия в законовата дефиниция за фалит.

Много автори предпочитат при избора на зависима променлива понятието „финансов дистрес“ (Balcaen и Ooghe, 2004; Platt и Platt, 2002). Различните автори обаче имат различни виждания и по въпроса, кога фирмите са в състояние на финансов дистрес. Според Platt и Platt (2002) предприятията са във финансов дистрес, ако 1) няколко години имат отрицателен нетен оперативен доход, 2) отменят дивидентни плащания или 3) извършват големи реструктурирания или съкращения. John (1993) посочва, че финансовият дистрес е резултат от несъответствие между текущите активи на фирмите и техните финансови задължения, ето защо и механизмът за справяне с финансовия дистрес изисква реконструиране на структурата на активите или на договорените задължения. Като фирми във финансов дистрес Dyrberg (2004) разглежда неактивни фирми, които са официално фалирали, фирми, на които им предстои принудителна ликвидация, и активни фирми, които са претърпели отписване на дълга си или принудителна продажба. Според Sun, Li, Huang, и He (2014) финансовият дистрес е невъзможността на компанията да изпълни задълженията си по дълга, което води до несъстоятелност, ликвидация и друга форма на конфискация и разпределение на активи. Според McLeay и Otag (2000) индикации за финансов дистрес са реализирането на загуби и продажбата на акции на частни инвеститори, капиталови реструктурирания или натрупване на загуби. Froot, Scharfstein и Stein (1993) определят като изпитващи финансов дистрес фирмите с нисък паричен поток. За Theodossiou (1993) индикатор за очакван фалит е спирането на публикуването на финансови отчети от фирмата за поне две години. Elloumi и Gueyie (2001) обосновават, че във финансов дистрес са фирмите с отрицателна печалба на акция (EPS). Съотношението EPS илюстрира бъдещите перспективи за печалба на компанията (Elloumi и Gueyie, 2001). Според Ненков (2015, стр. 201) „много инвеститори са склонни да плащат по-висока от сред-

ната цена за единица текущ доход“, тъй като приемат, че високите стойности на съотношението на пазарната цена на акция към EPS е сериозен индикатор за нарастване на доходите на фирмата в бъдеще.

Общоприето в литературата е схващането за непосредствената връзка между ликвидните проблеми на фирмите и риска от фалит (Bolek и Grosicki, 2015, стр. 50). Barbosa (2014) подчертава важното значение на управлението на оборотния капитал за финансовата стабилност на фирмите и възможността им за изпълнение на задълженията. С цел оценка на оперативната уязвимост и риска от фалит Barbosa (2014, стр. 9) изследва паричните средства, търговските вземания и задължения, материалните запаси и инвестициите на предприятията. За Petersen and Rajan (1997) недоброволното разширяване на търговския кредит и трудностите при събиране на просрочените вземания от фирмите с финансови затруднения са източник на разходи от финансовия дистрес. Според Райков (2017, стр. 27) управлението на оборотния капитал е от съществено значение особено при криза, когато достъпът до финансиране на фирмите е затруднен.

Безспорно най-ликвидният актив на фирмите са паричните средства, с които разполагат. Ролята на паричните средства на фирмите за риска от фалит, на който са носители, е обект на много изследвания. Quader и Abdullah (2016) анализират данни за 5086 фирми от седем европейски страни (Белгия, Франция, Германия, Италия, Холандия, Швеция и Великобритания) за периода 1981 г. – 2010 г., за да изследват ефекта на финансовия дистрес върху международните корпоративни политики на фирмите на базата на тяхното търсене на ликвидност. Те стигат до заключението, че финансово притеснените фирми се стремят да спестят сравнително повече парични средства, докато фирми, които не са финансово притеснени не поддържат такова поведение. Sufi (2009) също доказва, че затруднените фирми, които нямат достъп до кредитни линии, са по-склонни да държат повече парични средства с предпазна цел. Kling (2012) разработва модел за държането на парични средства, анализирайки краткосрочните ликвидни шокове, пред които се изправят фирмите вследствие от несигурен нетен оборотен капитал. Той показва, че при несигурни парични потоци държането

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

на пари в брой намалява риска от неизпълнение на задълженията, което води до подобряване на достъпа до краткосрочно банково кредитиране. Но Kling (2012, стр. 11) пояснява, че колкото по-голям е финансовият ливъридж, толкова по-малък е ефектът от държането на пари в брой за намаляване на риска от неизпълнение на задълженията, т.е. фирмите с висок финансов ливъридж и високи парични наличности не са с по-нисък риск от неизпълнение.

Противно на интуитивното схващане, че фирмите, които разполагат с повече парични средства са по-сигурни и с по-ниски кредитни спредове, Acharya, Davydenko и Strebulaev (2012) установяват силна позитивна корелация между разполагаемите парични средства и спредовете. В изследването им по-рисковите фирми натрупват по-големи парични запаси. Те обясняват тази позитивна корелация с предпазния мотив за държане на пари. Acharya, Davydenko и Strebulaev (2012) обобщават, че фирмите с по-големи парични резерви е по-малко вероятно да фалират в краткосрочен план, каквато е интуитивната логика, но ликвидността е свързана позитивно с дългосрочната вероятност за фалит. Резултатите от тяхното изследване показват, че към консервативна парична политика се придържат фирмите, които съзнават, че са близо до състояние на финансов дистрес. Когато рискът от фалит нараства, фирмите увеличават ликвидните си активи.

Faulkender и Wang (2006) посочват, че корпоративната ликвидност позволява на фирмите да инвестират, без да им се налага да привличат външно финансиране и така намалява вероятността за финансов дистрес, който възниква, когато фирмите нямат достатъчен паричен поток, за да изплащат дълга си. Acharya, Davydenko и Strebulaev (2012) посочват, че мениджърите избират оптималната парична политика, като имат предвид вероятността за фалит в дългосрочен план, но при пазарни фрикции фирмите във финансов дистрес изпитват трудности да приспособят своя паричен баланс към желаните нива в кратки срокове. Поради това връзката между паричните средства и риска от фалит в краткосрочен план според Acharya, Davydenko и Strebulaev (2012, стр. 15) трябва да се изследва в зависимост от решенията, свързани с паричните средства и инвестиционните избори на фирмата от миналото.

García-Teruel, Martínez-Solano и Sánchez-Ballesta (2008) изследват влиянието на качеството на счетоводната информация върху държането на парични средства от фирмите. Те ползват панелни данни за 65 фирми, листвани на Испанската стокова борса през периода 1995 – 2001 г. Резултатите от изследването им показват, че фирмите с добро качество на счетоводната информация държат по-малко парични средства в сравнение с фирмите с ниско качество на счетоводната информация. Изводът, който правят, е, че качеството на счетоводната информация може да редуцира отрицателните ефекти от асиметрията на информацията и разходите, свързани с неблагоприятния избор, което позволява на фирмите да намалят нивата на държаните парични средства. García-Teruel, Martínez-Solano и Sánchez-Ballesta (2008) посочват, че фирмите с високо качество на финансовите отчети имат по-ниски асиметрия на информацията и разходи, свързани с неблагоприятен избор, което повлиява на разходите им за финансиране и върху инвестиционната ефективност. Фирмите с високо качество на финансовите отчети не се нуждаят от поддържането на високо ниво на паричните средства за финансиране на своите проекти, което им позволява да редуцират непродуктивните инвестиции в своя баланс (García-Teruel, Martínez-Solano и Sánchez-Ballesta, 2008). García-Teruel, Martínez-Solano и Sánchez-Ballesta (2008) установяват също, че паричните средства на фирмите намаляват, когато те ползват повече банкови кредити и при наличие на парични субститути.

Taghavi и Javanmard (2013) също изследват влиянието на счетоводната информация върху паричните средства, държани от фирмите. Те ползват данни за 120 фирми, листвани на стоковата борса в Техеран за периода 2001 – 2011 г. Подобно на García-Teruel, Martínez-Solano и Sánchez-Ballesta (2008) те също установяват, че качеството на счетоводната информация може да намали отрицателните ефекти от асиметрията на информацията и от неблагоприятния избор, което позволява намаляване на паричните резерви на фирмите. Паричните средства, държани от фирмите, намаляват и когато фирмите привличат повече банкови кредити и когато инвестират в други ликвидни активи. Установяват и че по-големите фирми и тези във финансов дистрес държат повече парични средства. Същевременно Taghavi и Javanmard

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

(2013) не откриват зависимост между нивото на паричните средства, които фирмите държат, и възможностите за растеж, задлъжнялостта, алтернативните разходи, дивидентите и капацитета на фирмите да генерират парични потоци.

Al-Amri, Al-Busaidi и Akguc (2015) откриват позитивна връзка между счетоводния консерватизъм и нивата на паричните средства, държани от предприятията, които определят като главен елемент за оцеляването им. Счетоводният консерватизъм се изразява в омаловажаване на нетните активи и доходи (Al-Amri, Al-Busaidi и Akguc, 2015). Чрез pooled регресия Al-Amri, Al-Busaidi и Akguc (2015) установяват позитивна зависимост между паричните средства на фирмите и счетоводния консерватизъм, която важи и при контрол за други променливи, които влияят върху нивото на паричните наличности. Така счетоводният консерватизъм служи като механизъм за мониторинг на стимулите на мениджърите да инвестират в проекти с негативна нетна настояща стойност и предпазва паричните резерви (Al-Amri, Al-Busaidi и Akguc, 2015, стр. 102).

При анализите въз основа на данни от финансовите отчети се предполага, че те дават обективна картина на състоянието на фирмите. Трябва да се има предвид обаче, че предприятията имат стимули да манипулират отчетите си, с цел да представят по-добре финансовото си състояние. Тези стимули са по-силни при приближаващ фалит (Argenti, 1976; Rosner, 2003). От тази гл. точка паричните потоци на фирмите, които по-трудно се манипулират, имат предимство при предсказването на финансов дистрес в сравнение с традиционните съотношения, базирани на счетоводни начисления (Carslaw и Mills, 1991; Mills и Yamamura, 1998). Jooste (2007) определя съотношението на паричния поток към общия дълг като най-добрия показател за фалит. Един от най-ефективните начини за откриване на манипулации в отчетите е стойност под единица на съотношението на оперативния паричен поток към нетната печалба (Eusebio, 2016).

Известно в литературата е и че рискът от фалит при фирмите се влияе от матуриретната структура на дълга. Giannetti (2016) обръща внимание на недостатъците на краткосрочния дълг. Краткосрочният

дълг може да доведе до ликвидация на фирмите, които нямат достъп до други източници на финансиране (Diamond, 1991). Значението на краткосрочния дълг и по-конкретно на риска, произтичащ от необходимостта от неговото рефинансиране, се подчертава от редица автори (Chen, Hui, Yu Xu и Yang, 2013; Dang и Phan, 2016; Parise, 2017). Chen и др. (2013) изтъкват, че фалита на нефинансови институции като Lehman Brothers и Bear Stearns през финансовата криза е резултат от реализацията на риска, свързан с рефинансирането на големия краткосрочен дълг на тези фирми. Diamond (1991) обръща внимание на това, че при обструкции на кредитния пазар за фирмите може да се окаже трудно да рефинансират дълга си, особено ако това съвпадне и с влошаване на състоянието им. Някои автори посочват и че рискът, свързан с рефинансиране на дълга, или ликвидният риск може да засилят кредитния риск на фирмата и да влошат конфликтите на интереси между кредиторите и акционерите (Dimitrov, Palia и Tang, 2015; He, Zhong, Lütkebohmert и Xiao, 2017; Wang и Zhang, 2017). Дългът с по-кратък срок е свързан и с по-голяма асиметрия на информацията (Stohs и Mauer, 1996).

Antoniou, Guney и Paudyal (2006) и Valta (2016) твърдят, че оптималната матуритетна структура на дълга може да редуцира разходите за капитал на фирмата и риска от фалит. Фирмите емитират много емисии облигации с различен матуритет, за да намалят риска при рефинансиране на дълга и неговата тежест (Giannetti, 2016; Diamond и He, 2014). За фирмите е свързано с по-малко разходи да бъдат изложени на риск при рефинансиране на няколко по-малки по размер дългове, отколкото да се налага да рефинансират един голям по размер дълг. По време на икономически спадове, когато рискът при рефинансиране е по-висок, матуритетната структура на дълговете на фирмите става по-разнообразна (Giannetti, 2016). В своя теоретичен анализ De Fiore и Uhlig (2015) показват, че способността на фирмите да привличат алтернативни дългови форми на финансиране е важна за предпазване на икономиката от неблагоприятни реални последици от финансови кризи.

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

Sajjad и Zakaria (2018) посочват, че финансовите мениджъри и инвеститорите разглеждат кредитните рейтинги като измерител за финансови проблеми. Sajjad и Zakaria (2018) установяват, че азиатските компании с висок и тези с нисък рейтинг имат по-къс матуритет по дълга, а тези със среден рейтинг по-дълъг матуритет по дълга. Установяват също негативна връзка между ликвидността и дългосрочния дълг. Резултатите от изследването им разкриват, че фирмите с висок рейтинг и висока ликвидност и фирмите с по-нисък рейтинг и по-ниска ликвидност имат по-кратък матуритет на дълга. Фирмите със среден рейтинг с нисък риск за рефинансиране имат по-дълъг матуритет по дълга. Отчитането на риска, свързан с рефинансиране на дълга, прави нелинейна зависимостта между кредитния рейтинг на фирмите и предпочитанията им към матуритетната структура на дълга.

Diamond (1991, стр. 709) твърди, че заемателите с висок кредитен рейтинг предпочитат краткосрочен дълг, а тези с по-нисък рейтинг – дългосрочен, но заемателите с по-нисък рейтинг могат да емитират само краткосрочен дълг. Diamond (1991, стр. 730) твърди също, че финансирането с краткосрочен дълг, който е по-голям в сравнение с паричния поток, дава значителен контрол на кредиторите, като причината за това е, че длъжниците могат да изплатят стария дълг, само ако емитират нов. Ако фирмата не е в състояние да изплати дълга си, кредиторите ѝ могат да поискат обявяването ѝ в несъстоятелност или да поемат контрол по друг начин.

Емпиричен анализ на детерминантите на краткосрочната задлъжнялост на предприятията във финансов дистрес

Изследвани са данни за сто малки и средни предприятия по критерия „брой заети лица“ за периода 2014 – 2016 година, които са предоставени от НСИ. Извадката е структурирана така, че да се обхванат МСП от почти всички сектори по КИД – 2008 (с изключение на сектори „Финансови и застрахователни дейности“, „Държавно управление“,

„Дейности на домакинства като работодатели“ и „Дейности на екстериориални организации и служби“). Фирмите от различните сектори са случайно подбрани. Данните са обработени със софтуерния продукт SPSS. Използваните изследователски методи са анализ и синтез, дескриптивна статистика, корелационен коефициент на Pearson и множествен регресионен анализ. Възприето е равнище за риск от α – грешка 0,05. При изследването се ползват pooled данни.

Високият дял на просрочените и несъбираеми търговски вземания в страната и по-трудната манипулация на паричните потоци в сравнение с традиционните счетоводни показатели, са аргументи в полза на използването на паричните потоци при анализа на риска от изпадане в неплатежоспособност на МСП. В допълнение трябва да се има предвид и значителният дял на сивата икономика в страната. При мнозинството от случаите в извадката коефициентът на Паричния поток от основна дейност към Нетната печалба има стойност под единица, което говори за манипулации на счетоводната информация.

Данните показват също, че през анализирания период от 2014 до 2016 г. при 213 от наблюдаваните 300 случаи съотношението Паричен поток от основна дейност / Краткосрочни задължения е под единица. Този резултат дава основания да се приеме, че при повече от две трети от случаите в извадката има сериозни индикации за финансов дистрес. Оцеляването на такива фирми е в зависимост от наличието на резерви и възможността им за привличане на външно финансиране. През периода 2014 – 2016 г. средната аритметична стойност на коефициента Паричен поток от основна дейност / Краткосрочен дълг нараства, но се наблюдават редица други изменения при краткосрочните задължения, които показват, че при част от фирмите има влошаване на проблема с възможността за редовно изплащане на задълженията. Показател за това е и изменението на медианната стойност на коефициента Паричен поток от основна дейност / Краткосрочен дълг.

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

Таблица 1

Динамика на показатели за тежестта на краткосрочните задължения на фирмите във финансов дистрес

Средна аритметична	2016	2015	2014
Паричен поток от основна дейност / Краткосрочен дълг	-0,060	-0,020	-0,293
Краткосрочни задължения	1511,44	1556,69	1554,90
Задължения към доставчици	560,65	571,49	604,84
Краткосрочни задължения / Сума на актива	0,361	0,434	0,488
Краткосрочни задължения / Дългосрочни задължения	10,452	18,964	23,338
Краткосрочни задължения / Нетни приходи от продажби	0,457	0,361	0,383
Медиана	2016	2015	2014
Паричен поток от основна дейност / Краткосрочен дълг	0,055	0,136	0,140
Краткосрочни задължения	657,00	610,50	582,50
Задължения към доставчици	162,00	175,50	151,00
Краткосрочни задължения / Сума на актива	0,287	0,279	0,264
Краткосрочни задължения / Дългосрочни задължения	2,667	1,291	1,739
Краткосрочни задължения / Нетни приходи от продажби	0,273	0,233	0,256

Източник: Изчисления на автора на изследването

Намалението на медианната стойност на коефициента означава, че за част от фирмите става все по-трудно да покриват текущите си задължения с паричния поток от основната си дейност. Намаление се наблюдава при средната аритметична стойност на краткосрочните задължения през периода. Противоположна е обаче тенденцията по отношение на медианната стойност на краткосрочните задължения. При половината от фирмите във финансов дистрес краткосрочните задължения през 2014 г. са до 582,5 хил. лв., през 2015 г. са до 610,5 хил. лв., а през 2016 г. до 657 хил. лв.

Същото разминаване в посоката на развитие при средната аритметична и медианата се наблюдава и при съотношението Краткосрочни задължения / Сума на актива. При половината от фирмите във финансов дистрес съотношението Краткосрочни задължения / Сума на актива през 2014 г. е до 0,264, през 2015 г. е до 0,279, а през 2016 г. до 0,287.

Това също е индикатор за влошаване на състоянието при част от фирмите.

Наблюдава се изменение и на структурата на дълга в посока увеличение на дела на дългосрочния дълг. Има значително намаление на средната аритметична стойност на съотношението Краткосрочни задължения / Дългосрочни задължения. На пръв поглед това е индикатор за понижение на риска от фалит в краткосрочен план за фирмите, които не могат да покриват текущите си задължения с паричния поток от основна дейност. Противоположно е обаче изменението на медианната стойност на съотношението през анализирания период, което също означава, че има обостряне на проблема с погасяването на нарастващите текущи задължения при част от фирмите във финансов дистрес. За фирмите, които изпитват сериозни финансови проблеми, е по-трудно, а често и невъзможно да привличат дългосрочно финансиране. Нарастащите им потребности от финансиране водят до увеличение на краткосрочната задлъжнялост.

За обостряне на проблема при част от МСП, които не генерират достатъчно парични потоци от основната си дейност за покриване на текущите си задължения, говори и динамиката на задълженията към доставчици през периода. По отношение на средната аритметична стойност се забелязва постепенно понижение, но медианата се колебае и през 2015 г. и през 2016 г. е по-висока спрямо 2014 г. Фирмите, които са по-силно заплашени от фалит, предпочитат повече финансиране от доставчиците, тъй като достъпът им до финансиране от алтернативни източници е ограничен. Освен това обикновено доставчиците са по-толерантни като кредитори в сравнение с банките.

Обезпокоително е и нарастването на средната аритметична и медианната стойност на съотношението Краткосрочни задължения / Нетни приходи от продажби през 2016 г. Това означава, че по-малко нетни приходи от продажби са на разположение за погасяване на един лев текущи задължения.

Значителна част от фирмите поемат краткосрочни задължения, които нямат капацитет да покриват с генерираните парични потоци от своята основна дейност. Ще изследваме детерминантите на краткос-

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

рочната задлъжнялост на малките и средните нефинансови предприятия в страната, които изпитват финансови затруднения с помощта на метода на множествения регресионен анализ. Идентифицирането на детерминантите на нивото на краткосрочните задължения на фирмите във финансов дистрес разкрива в кои направления е необходимо да бъдат насочени усилията на мениджърите с цел подобряване на тяхното управление и редуциране на риска от фалит.

Зависима променлива е стойността на краткосрочните задължения на фирмите, които имат съотношение Парични потоци от основна дейност/Краткосрочни задължения под 1. Независими променливи в модела са: Нетни приходи от продажби; Материални запаси; Вземания от клиенти и доставчици; Парични средства; Съотношение на текущите активи към сумата на активите.

Таблица 2
Дескриптивна статистика на факторните променливи

	Нетни приходи от продажби	Материални запаси	Вземания от клиенти и доставчици	Парични средства	Съотношение на текущите активи към сумата на активите
Средна аритметична стойност	6058,07	948,87	817,73	545,41	0,6073
Медиана	2264,00	151,00	220,00	160,00	0,6198
Мода	220*	0,00	0,00	0,00*	1,00
Минимална стойност	24,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Максимална стойност	103444,00	25942,00	13927,00	10054,00	1,00
Асиметрия	4,85	6,37	4,60	5,33	-0,34
Ексцес	29,72	48,54	23,27	32,809	-0,88
Коефициент на вариация	196,55%	285,39%	247,56%	235,98%	41,98%

**Съществуват няколко модални стойности, показана е най-малката.*

Източник: Изчисления на автора на изследването.

Характеристиките на модел са:
 Коефициент на корелация (R) – 0,903
 Коефициент на детерминация (R²) – 0,816
 Adjusted R² – 0,812
 F statistic – 183,535
 Sig. – 0,000

Моделът е адекватен, равнището на значимост на F критерия sig. = 0,000 < α = 0,05. Съвкупното влияние на включените в модела факторни променливи обяснява 81,6 % от изменението на зависимата променлива. Всички фактори в модела са значими (sig. < 0,05).

Таблица 3
 Резултати за обясняващите променливи в модела

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	658,538	218,197		3,018	0,003
Нетните приходи от продажби	0,062	0,013	0,264	4,743	0,000
Материалните запаси	0,432	0,042	0,420	10,323	0,000
Вземанията от клиенти и доставчици	0,473	0,052	0,343	9,174	0,000
Паричните средства	0,396	0,093	0,182	4,241	0,000
Съотношението на текущите активи към сумата на активите	-828,909	332,472	-0,076	-2,493	0,013

Източник: Изчисления на автора на изследването.

В корелационната матрица няма нито един коефициент по-голям от 0,7 (освен разположените по главния диагонал, които показват зависимостта на всяка от променливите със самата нея). Това означава, че не е налице мултиколинearност, т.е. факторните променливи са независими една от друга. При положение че съществува мултиколинearност, „оценените регресионни коефициенти са неефективни, т.е. с широки доверителни интервали, което ги прави ненадеждни” (Гоев, 1996, стр. 162).

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

Таблица 4
Корелационна матрица за факторите в модела

	Нетни приходи от продажби	Материални запаси	Вземания от клиенти и доставчици	Парични средства	Съотношение на текущите активи към сумата на активите
Нетни приходи от продажби	1	0,596	0,542	0,648	0,052
Материални запаси	0,596	1	0,172	0,154	0,027
Вземания от клиенти и доставчици	0,542	0,172	1	0,502	0,170
Парични средства	0,648	0,154	0,502	1	0,104
Съотношение на текущите активи към сумата на активите	0,052	0,027	0,170	0,104	1

Източник: Изчисления на автора на изследването.

По отношение на влиянието на отделните фактори, включени в модела за краткосрочните задължения на МСП с коефициент на Парични потоци от основна дейност / Краткосрочни задължения под единица, се установяват следните резултати:

- **Нетни приходи от продажби** – нетните приходи от продажби са индикатор за размера на фирмите, за техните пазарни позиции и конкурентоспособност, за качеството на мениджмънта и информационната прозрачност и като цяло на кредитоспособността им. Фирмите с по-големи нетни приходи от продажби имат и по-високи краткосрочни задължения поради по-големия обем на дейността и относително по-лесния достъп до външно финансиране в сравнение с тези с по-малък размер. Освен това, голяма част от продажбите в страната са при условия на отложено плащане, което поставя фирмите, продаващи на кредит, пред необходимостта от привличане на външни финансови ресурси за финансиране на търговските вземания.

- **Материални запаси.** Позитивното им влияние върху нивото на задълженията със срок до една година може да се обясни както с по-големия обем на дейността на фирмите с по-големи материални запаси, така и с необходимостта от финансиране на тези запаси. За редуциране на краткосрочната задължнялост на фирмите би допринесло

оптимизирането на управлението на материалните им запаси, което да намали зависимостта им от кредиторите и да подобри тяхната рентабилност и способност за генериране на вътрешни финансови ресурси.

- **Вземания от клиенти и доставчици.** Установеното позитивно влияние на вземанията върху краткосрочната задлъжнялост на МСП с ликвидни затруднения е в съответствие с позитивното влияние на нетните приходи от продажби. Колкото повече са продажбите с отсрочено плащане на фирмите, толкова по-голяма е тяхната краткосрочна задлъжнялост, с която се финансират търговските вземания. Това влияние се подсилва допълнително от сериозния проблем с просрочването на вземанията в страната. В допълнение, на финансово затруднените фирми им е по-трудно да събират вземанията си от клиенти поради по-ниската мотивация на длъжниците им да бъдат коректни платци спрямо тях в резултат от отслабването на заплахата за спиране на доставките и трудностите при предприемане на законови действия срещу длъжниците. Така се оказва, че малките фирми, които не могат да упражняват кредитбилен натиск увеличават търговския кредит, дори когато страдат от отрицателни парични потоци, поради невъзможността да съберат собствените си вземания от клиенти в договорените срокове (Petersen и Rajan, 1997). От тази гледна точка би могло да се приеме, че за редуциране на риска от фалит при тези фирми би било препоръчително да се свие обемът на продажбите на кредит. Подобно решение обаче би трябвало да се вземе много внимателно, тъй като свиването на продажбите на кредит може да доведе до намаляване на приходите от продажби и да генерира допълнителни проблеми. Това трябва да се има предвид и при управлението на риска по търговското кредитиране. Мерките, които се предприемат за свиване дела на просрочените и несъбираеми вземания, трябва да бъдат такива, че да не водят до загуба на клиенти и пазарен дял.

- **Парични средства.** Обикновено фирмите, които разполагат с повече парични средства, се приемат за по-ликвидни, с по-лесен достъп до външно финансиране и по-стабилни. Установеното позитивно влияние на паричните средства върху краткосрочния дълг на фирмите може да бъде обяснено с това, че паричните средства на фирмите са част от стратегиите им за управление на риска (Al-Amri, Al-Busaidi и

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

Акгис, 2015, стр. 102). Фирмите, които са изложени на по-голям риск, държат повече парични средства, което е в съответствие с предпазния мотив за държане на пари.

Установеното позитивно влияние на паричните средства върху размера на краткосрочния дълг на фирмите с финансови затруднения съответства и с резултатите от изследването на Kling (2012), който доказва, че при несигурни парични потоци държането на по-големи парични наличности намалява риска от неизпълнение на задълженията, което води до подобряване на достъпа до краткосрочно банково кредитиране. Но той пояснява също така, че колкото по-голям е финансовият ливъридж, толкова по-малък е ефектът от държането на пари в брой за намаляване на риска от неизпълнение на задълженията.

Позитивното влияние на паричните средства върху краткосрочната задлъжнялост на фирмите във финансов дистрес е в съответствие и с изследванията на автори като Acharya, Davydenko и Strebulaev (2012), Quader и Abdullah (2016) и др., които също показват, че по-рисковите фирми натрупват по-големи парични запаси, тъй като осъзнават, че са близо до фалит.

- **Съотношение на текущите активи към сумата на активите.** Съотношението на текущите активи към сумата на активите е показател за структурата на активите и за ликвидността на фирмите. При равни други условия краткосрочните активи са по-лесно и бързо обратими в ликвидни парични средства. Фирмите с коефициент Паричен поток от основна дейност / Краткосрочни задължения под единица, в комбинация с по-нисък дял на краткотрайните активи е по-вероятно да изпитват сериозни ликвидни проблеми и при равни други условия са носители на по-висок риск от неизпълнение на задълженията и фалит. По-висок дял на дълготрайните активи означава също по-голяма потребност от дългосрочно привлечен капитал. Но за по-рисковите фирми е по-трудно привличането на капитал за по-дълъг срок. Това е възможна причина за повишаване на краткосрочната задлъжнялост на тези фирми. Установената обратнопропорционална зависимост може да отразява трудностите на фирмите да привличат дългосрочен дълг, поради по-високия риск, на който са носители, и замяната му с краткосрочен дълг. В допълнение за МСП, поради асиметрията на информацията

и по-малката възможност за осигуряване на обезпечение, достъпът до финансиране, особено с дългосрочни средства, по правило е относително по-труден. Освен това, при равни други условия, цената на финансиране също зависи от риска на фирмите, както и от срока на кредитите поради разликата в поемания кредитен риск от банките. Така за фирмите е не само по-лесно, но и по-евтино да се финансират с краткосрочно привлечени средства. Стремехът да се финансират дългосрочни активи с краткосрочен дълг обаче, повишава риска, който фирмите понасят във връзка с рефинансирането на този дълг и вероятността от развитие на сериозни ликвидни проблеми и неизпълнение на задълженията.

Обратнопропорционалната зависимост на краткосрочните задължения и съотношението на текущите активи спрямо сумата на активите е в съответствие и с наблюдението на Altman (2000), че обикновено при фирмите с последователни оперативни загуби се наблюдава свиване на дела на текущите активи спрямо сумата на активите. Такива фирми са по-рискови и имат нужда от повече външно финансиране.

Заклучение

Резултатите от изследването показват, че значителна част от малките и средните предприятия в страната изпитват затруднения в покриването на краткосрочните си задължения с паричния поток от основната си дейност, което е индикатор за финансов дистрес. Фирмите, които не успяват да генерират достатъчен паричен поток от дейността си и не разполагат с достатъчно резерви, за да покриват текущите си задължения в уговорения срок, са изправени пред алтернативата да привлекат допълнително външно финансиране или да поемат риска, кредиторите им да поискат незабавно обявяването им във фалит.

Чрез метода множествен регресионен анализ са установени основните детерминанти на краткосрочната задлъжнялост на предприятията във финансов дистрес. Конструираният модел показва позитивно влияние на нивата на нетните приходи от продажби, материалните запаси, вземанията от клиенти и доставчици и паричните средства и негативно влияние на съотношението на текущите активи към сумата на

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

активите върху краткосрочната задлъжнялост на МСП във финансов дистрес. Именно към подобряването на управлението на тези фактори трябва да бъдат насочени усилията на мениджърите на фирмите във финансов дистрес с цел редуциране на риска от фалит в краткосрочен план. Идентифицирането на факторите, влияещи върху нивото на краткосрочната задлъжнялост на МСП, улеснява нейното планиране и позволява до голяма степен редуциране на проблемите, свързани с рефинансирането на дълга в критични за фирмата моменти.

Използвани източници

- Acharya, V., Davydenko, S., Strebulaev, I. (2012). Cash Holdings and Credit Risk, <http://ssrn.com/abstract=972508>
- Al-Amri, K., M., Al-Busaidi and S., Akguc. (2015). Conservatism and corporate cash holdings: a risk prospective. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 101-113.
- Altman, E. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting The Z-score and ZETA Models, <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>
- Antoniou, A., Y. Guney, and Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and UK. *European Financial Management* 12: 161–94.
- Argenti, J. (1976). *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*. Mc Graw-Hill.
- Balcaen, S., Ooghe, H. (2004). 35 years of studies on business failure: an overview of the classical statistical methodologies and their related problems, Working Paper, Universiteit Gent.
- Barbosa, L. (2014). Net working capital and tax liabilities as determinants of corporate credit risk.
- Bolek, M. and B. Grosicki. (2015). Now to evaluate financial liquidity of a company using the discriminant analysis, *European Scientific Journal*, vol.11, No.1.

- Carslaw, C .A. and Mills, J. R. (1991). Developing ratios for effective cash flow statement analysis, *Journal of Accountancy*, pp. 63 – 70.
- Chen, Hui, Yu Xu, and Jun Yang. (2013). Systematic Risk, Debt Maturity, and the Term Structure of Credit Spreads. Working Paper No. 18367, Cambridge, MA, USA: National Bureau of Economic Research.
- Dang, Viet A., and Hieu V. Phan. (2016). CEO inside debt and corporate debt maturity structure. *Journal of Banking and Finance* 70: 38–54.
- DeFiore, F., Uhlig, H. (2015). Corporate debt structure and the financial crisis. *Journal of Money, Credit and Banking* 47 (8), 1571–1598.
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *The Quarterly Journal of Economics*, 106, p. 709–737.
- Diamond, D. W., He, Z. (2014). A theory of debt maturity: the long and short of debt overhang. *The Journal of Finance* 69 (2), 719–762.
- Dimitrov, V., D. Palia, and L. Tang. (2015). Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings. *Journal of Financial Economics* 115: 505–20.
- Dyrberg, A. (2004). Firms in financial distress: An exploratory analysis, Danmarks Nationalbank Working Papers, No. 17, <http://hdl.handle.net/10419/82373>
- Elloumi, F. and Gueyie, J. P. (2001). Financial distress and corporate governance: An empirical analysis. *Corporate Governance*, 1(12001), 15 – 23.
- Eusebio, N. (2016). How to detect account manipulation. The Real Gowex Case, *Revista de Contabilidad y Dirección* Vol. 23, pp. 135-156.
- Faulkender, M. and Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *Journal of Finance*, 61 (4), pp. 1957-1990.
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J.C. Stein. (1993). Risk Management: Coordinating Corporate Investments and Financing Policies, *Journal of Finance*, 5, 1629-1658.
- García-Teruel, P., J., P., Martínez-Solano, J., P. Sánchez-Ballesta. (2008). FINANCIAL REPORTING QUALITY AND CORPORATE CASH HOLDINGS, https://www.academia.edu/34210052/Financial_Reporting_Quality_and_Corporate_Cash_Holdings

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ...

- Giannetti, C. (2016). Debt concentration and performance of European firms, Discussion Papers del Dipartimento di Scienze Economiche – Università di Pisa, n. 211, <http://www-dse.ec.unipi.it/ricerca/discussion-papers.htm>
- He, Xue Zhong, Eva Lütkebohmert, and Yajun Xiao. (2017). Rollover risk and credit risk under time-varying margin, *Quantitative Finance* 17: 455–69.
- John, T. A. (1993). Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress, *Financial Management*, 22 (3), 91-100.
- Jooste, L. (2007). An evaluation of the usefulness of cash flow ratios to predict financial distress, *Acta Commercii*, vol. 7, no. 1, pp. 1-13.
- Kling, G. (2012). A short-term theory of cash holding, https://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0296_fullpaper.pdf
- Lukason, O., R., Hoffman. (2014), Firm Bankruptcy Probability and Causes: An Integrated Study, *International Journal of Business and Management*; Vol. 9, No. 11; p. 80 – 91.
- Mc Leay S., Omar A. (2000). The sensitivity of prediction models to the non-normality of bounded and unbounded financial ratios. *British Accounting Review*, Vol. 32, p. 213-230.
- Mills, J. R. & Yamamura, J. H. (1998). The power of cash flow ratios. *Journal of Accountancy*, vol. 186(4), pp. 53-60.
- Parise, G. (2017). Threat of entry and debt maturity: Evidence from airlines. *Journal of Financial Economics* 127: 226–47.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan. (1997). Trade Credit: Theories and Evidence, *Review of Financial Studies*, vol. 10, issue 3, pp. 661-691.
- Platt and Platt. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflection on Choice-Based Sample Bias, *Journal of Economics and Finance*. Vol. 26, No. 2: 184-185.
- Quader, S. M., M. N. Abdullah. (2016). Cash Flow Sensitivity of Cash: A Cross Country Analysis, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 562-572.

- Rosner R. L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, nr. 2, Summer 2003, p. 361-408.
- Sajjad, F., Zakaria, M. (2018). Credit Ratings and Liquidity Risk for the Optimization of Debt Maturity Structure, *Journal of Risk and Financial Management*, 11(2), p. 24.
- Stohs, M. H. and D. C. Mauer. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, *Journal of Business*, vol. 69, pp. 279-312.
- Sufi, A. (2009). Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis, *Review of Financial Studies*, 22, (3), pp. 1057-1088.
- Sun, Jie, Hui Li, Qing-Hua Huang, and Kai-Yu He. (2014). Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches. *Knowledge-Based Systems* 57: 41–56.
- Taghavi, S. A. M., Javanmard, A. (2013). The Effects of Earning Management on Corporate Cash Holdings Empirical Evidence From Iran, *Shiraz Journal of System Management*, Vol. 1, No. 2, 95-119.
- Theodossiou, P. (1993). Predicting shifts in the mean of a multivariate time series process: An application in predicting business failures. *Journal of the American Statistical Association* 88: 441–49.
- Valta, Philip. (2016). Strategic Default, Debt Structure, and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51: 1–33.
- Wang, Haiping, and Jing Zhang. (2017). Fair value accounting and corporate debt structure. *Advances in Accounting* 37: 46–57.
- Гоев, В. (1996). Статистическа обработка и анализ на информацията от социологически, маркетингови и политически изследвания със SPSS, Amer Nielsen Research – България.
- Ненков, Д. (2015). Определяне на стойността на компаниите, Издателски комплекс – УНСС.
- Райков, Е. (2017). Стратегически решения за оборотния капитал в условията на финансова и икономическа криза в България, *Икономически и социални алтернативи*, брой 3, 2017, стр. 27 – 39.

ISSN 0861 - 6604

БИЗНЕС управление

БИЗНЕС управление 1/2020

ИЗДАНИЕ НА
СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ
„Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЦОВ



1/2020

Редколегия на сп. „Бизнес управление“

Красимир Шишманов – главен редактор, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Никола Янков – зам. главен редактор, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Иван Марчевски, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Ирена Емилова, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Любчо Варамезов, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Румен Ерусалимов, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Силвия Костова, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

Международна редколегия на сп. „Бизнес управление“

Александру Неделеа – Университет „Стефан Велики“, Сучава, Румъния

Дмитрий Владимирович Чистов, – ФГОБУ ВПО Финансов университет при правителството на руската федерация, Москва, Русия

Йоана Панагорец – Университет Валахия, Търговище, Румъния

Йото Йотов – Драксел университет, Филадельфия, САЩ

Махмуд Ел Батран – Университет Кайро, Кайро, Египет

Наталья Борисовна Голованова – Московски технологически университет, Москва, Русия

Татяна Викторовна Орехова – Донецки национален университет, Виница, Украйна

Тадиа Джукич — Университет в Ниш, Ниш, Сърбия

Ян Тадеуш Дуда – АГН Университет за наука и технологии, Краков, Полша

Виктор Чужиков – Киевски национален икономически университет "Вадим Гетман", Киев, Украйна

Стилов редактор – Анка Танева

Превод на английски език – ст. преп. Цветана Шенкова,

ст. преп. Даниела Стоилова, ст. преп. Иванка Борисова

Превод на руски език – ст. преп. Ирина Иванова

Технически секретар – ас. Живка Тананеева

Дадено за печат на 18.03.2020 г., излязло от печат на 24.03.2020 г.,
формат 70x100/16, тираж 40

© Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов,

ул. „Ем. Чакъров“ 2, тел.: +359 631 66298

© Академично издателство „Ценов“, Свищов, ул. „Градево“ 24

СЪДЪРЖАНИЕ

МЕНИДЖМЪНТ практика

ДЕТЕРМИНАНТИ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА МСП ВЪВ ФИНАНСОВ ДИСТРЕС д-р Галя Тасева	5
---	---

КАЧЕСТВЕН ПОДХОД КЪМ ТЪРГОВСКИЯ КРЕДИТ В БИЗНЕС ОРГАНИЗАЦИИТЕ Дариус Новак Славомир Джоржински	27
---	----

ПОТРЕБИТЕЛСКИ ОНЛАЙН КАНАЛИ ЗА БИОЛОГИЧНИ ПЧЕЛНИ ПРОДУКТИ Доц. д-р Любомир Любенов	48
--	----

ИНФОРМАЦИОННИ и КОМУНИКАЦИОННИ технологии

СЪЩНОСТ НА ПРОЦЕСА НА ДИГИТАЛИЗАЦИЯ КАТО НОВ ЕТАП В ГЛОБАЛНАТА ИНФОРМАТИЗАЦИЯ Михайло Орехов	75
--	----

ТРАНСФОРМАЦИЯ НА ДИСТРИБУЦИЯТА В РЕЗУЛТАТ ОТ ПРОЦЕСА НА ДИГИТАЛИЗАЦИЯ Михайло Дюбел	96
---	----