

ИНВЕСТИЦИОННОБАЗИРАН ПОДХОД ЗА ИЗСЛЕДВАНЕ ЗАДЛЪЖНЯЛОСТТА НА СТОПАНСКИТЕ СУБЕКТИ

Доц. д-р Кирил Митов

Катедра “Анализ на стопанската дейност”

СА “Д. А. Ценов” - Свищов

Резюме: В статията е очертана необходимостта от прилагането на инвестиционно базиран подход при изграждането на система от показатели за изследване на деликатните взаимоотношения между собствениците и кредиторите. В тази насока са разработени подходящи аналитични модели, разкрита е практическата им значимост за управлението на стопанските субекти. Извършени са сравнителни проучвания на зависимостта на две предприятия от циментовата промишленост от външно финансиране.

Ключови думи: задлъжнялост, външно финансиране, привлечен капитал, дълг, финансово състояние

JEL класификация: G31

Чуждият капитал, със своето участие в стопанската дейност, създава допълнителни шансове за максимизиране на прираста на собствения капитал. Същевременно използването на външно финансиране, макар и твърде привлекателно като финансова операция, съвсем не е безпроблемно. Затова е необходима умела финансова политика, за да може то да се превърне в необходим, дори присъщ инструмент за целите на бизнеса, да стимулира неговото развитие. Този факт предопредели **целта на публикацията: разработване на аналитични модели за изследване зависимостта на предприятията от кредитори и инвеститори.**

В западната литература изследването на задлъжнялостта е известна под **наименованието “Long Term Solvency”**, което буквално означава дългосрочна платежоспособност.¹ Проучванията са насочени основно към установяване на промените в структурата на капитала, което позволява да се оценят възможностите на стопанските субекти да покриват дългосрочните си заеми.

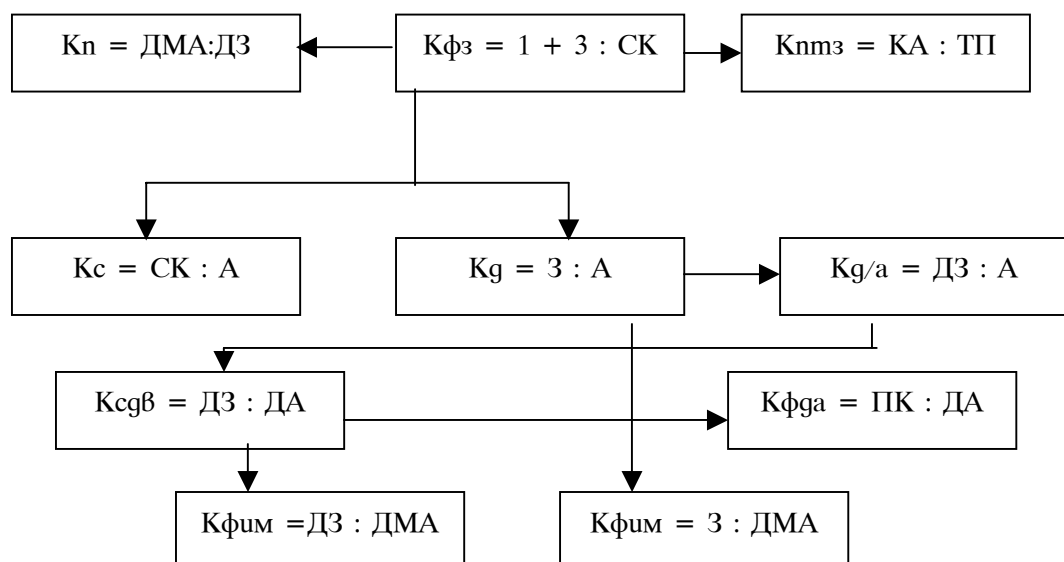
Известно е, че двата основни източника на фирмено финансиране са **средствата на собствениците и на кредиторите**. Собствениците се стремят да привлекат максимално количество чужди средства, за да развият своя бизнес. Така заемните средства придават допълнителни финансови импулси, създават добри перспективи пред рентабилността и в този аспект са агресивният

¹ Вж. **GIBSON, Ch.** Financial statement analysis.- Boston, Kent Publishing Company, 1983, p. 35; **COOLER, Philip L.** Business financial management. Chicago, The Dryden Press, 1988, p. 45.

елемент в структурата на капитала. Очертаният стремеж за външно финансиране се сблъсква с предпазливостта на кредиторите при отпускането на кредити, тъй като те отговарят за ефективното използване на депозитите на своите вложители. Затова изискват максимални гаранции и съответни обезпечения за предоставените заеми.

Между интересите на собствениците и на кредиторите могат да възникнат противоречия, което се обяснява с подчиненото положение на собствения спрямо чуждия капитал, защото придобитите активи със собствени парични ресурси образуват неговото гаранционно обезпечение. При реализирането на печалба част от нея се капитализира в собствения капитал, макар за това да е допринесъл и привлеченият капитал. Възможно е обаче счетоводната печалба в процентно отношение да е недостатъчна за изплащане на лихвите и в този случай тя изцяло се предоставя на кредиторите.

Очертаните деликатни взаимоотношения между собствениците и кредиторите се разкриват чрез **система от показатели**. Възможно е да се приложи **инвестиционнобазиран подход** за нейното изграждане – вж. фиг. 1. Неговата същност се изразява в **съпоставяне на стойността на външното финансиране с инвестираните средства или с дълготрайните активи**. Този подход позволява да се определи степента на участие на привлечения капитал в имуществото на бизнесорганизацията.



Фиг.1 Инвестиционнобазиран подход за анализ на задлъжнялостта

Важно значение за практиката има **съотношението между собствения капитал /СК/ и сумата на общите активи /А/**, което е известно в практиката като **коэффициент на собственост /Кс/** и отразява финансовата устойчивост.²

$$Kc = CK : A. \quad /1/$$

Величината на коэффициента на собственост трябва да се интерпретира много внимателно. Кредиторите са заинтересовани от високото равнище на този показател. Това е така, защото собственият капитал ще бъде достатъчен да покрие задълженията при трудности в дейността на бизнесорганизацията.

Интересите на собствениците са коренно противоположни. Ако предприятието функционира нормално, неговата продукция е търсена, може да се използва външно финансиране за формиране на чиста печалба след облагане с данъци. Освен това разходите за лихви намаляват облагаемата печалба и понижават данъчната тежест. Следователно те предпочитат коэффициентът на собственост да има по-ниски стойности.

Резултатите от изследването на разгледания показател са изложени в табл. 1.³

Анализ на коэффициента на собственост

Таблица 1

Показатели	Предпр. “А”	Предпр. “Б”
0	А	б
1. Изходни данни:		
1.1. Собствен капитал	8 457	24 565
1.2. Активи	20 499	45 252
2. Равнище на Кс /1.1. : 1.2./	0,41	0,54
3. Изменение на Кс /2б – 2а/	х	+0,13
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на собствения капитал /1.1.б : 1.2.а – 2а/	х	+0,79
4.2. Влияние на активите /2б – 1.1.б : 1.2.а/	х	-0,66

Наблюдава се увеличаване на коэффициента на собственост в предприятие “Б” спрямо предприятие “А” с 0,13 /0,54 – 0,41/.

² Вж. **КОНСУЛОВ, В.** Финансов анализ на фирмата.-София, 1994, с.15.

³ За изследване на задлъжнялостта се използват данните от Баланса и Отчета за приходите и разходите за 2000 г. за два стопански субекта от циментовата промишленост, които са ярки изразители на тенденциите по отношение зависимостта на този подотрасъл от външно финансиране.

Равнището на изследвания показател не е достатъчно високо, което може да се окаже бариера пред използването на заеман капитал в бъдеще, още повече че се свива основната дейност. Очертаната в табл. 1 разлика в собствения капитал е обусловена от увеличаването на основния капитал в предприятие "Б" близо 80 пъти. Освен това средногодишният размер на ДМА в този стопански субект е 26 987 хил. лв., а в предприятие "А" – 12 755 хил. лв.

Съотношението между външното и вътрешното финансиране на предприемаческата дейност може да се изрази и чрез **коефициента на финансова зависимост /Кфз/**. Определя се чрез следната формула:

$$\text{Кфз} = 1 + \text{З} : \text{СК}, \quad /2/$$

където: З е общата сума на дългосрочните и краткосрочните задължения.

Показателят показва каква част от инвестираните средства в активи на предприятието се падат на привлечения капитал. Затова нарастването на неговото равнище във времето свидетелства за увеличаване дела на този капитал във финансирането на стопанския субект. Ако стойностите на коефициента са близки до единица, това означава, че бизнесорганизацията се развива изцяло за сметка на собствените ресурси.

Анализ на коефициента на финансова зависимост

Таблица 2

Показатели	Предпр. "А"	Предпр. "Б"
0	А	б
1. Изходни данни:		
1.1. Задължения	12 050	21 270
1.2. Собствен капитал	8 457	24 565
2. Равнище на Кфз /1 + 1.1. : 1.2./	2,42	1,87
3. Изменение на Кфз /2б – 2а/	х	-0,55
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на собствения капитал /1.1.а : 1.2.б – 1.1.а : 1.2.а/	х	-0,93
4.2. Влияние на задълженията /1.1.б : 1.2.б – 1.1.а : 1.2.б/	х	+0,38

Изследваните бизнесорганизации разчитат изцяло на външно финансиране за развитие на дейността си. Равнището на показателя красноречиво говори за участието на заемните средства в активите на тези стопански субекти. Тревожен факт в предприятие "А" е превишаването на собствения капитал от задълженията. На всеки

2,42 лв. инвестирани в активи външното финансиране се равнява на 1,42 лв. Основно тази неблагоприятна тенденция е резултат от ползваните краткосрочни банкови заеми, от задълженията към свързани предприятия и към доставчиците. Необходимо е да се търсят възможности за разширяване на основната дейност, за да се увеличат собствените ресурси.

Изследването на дълга на предприятията се извършва с цел да се определи величината на активите, придобити с помощта на кредит. Високият ръст на акционерния капитал е показателен за неумението на управленския екип да привлича чужди средства за разширяване на стопанската дейност. От друга страна, външното финансиране е съпроводено с нарастване на разходите по обслужване на дълга, което повишава финансовия риск. Задължениостта към кредиторите се характеризира чрез **коэффициента на дълга към активите /Кд/**. Определя се като **отношение между общата стойност на всички задължения и средногодишния размер на активите:**

$$Кд = З : А. \quad /3/$$

Колкото величината на посочения коефициент е по-ниска, толкова състоянието на задължениостта на предприятието се приема за по-добро и кредиторите се отнасят с по-голямо доверие към него. По този начин в по-голяма степен ще бъдат защитени техните интереси. Следователно всяка стойност над 0,6 е рискована, тъй като нараства опасността предприятието да премине в чужди ръце.⁴

Анализ на коефициента на дълга

Таблица 3

Показатели	Предпр. "А"	Предпр. "Б"
0	а	б
1. Изходни данни:		
1.1. Задължения	12 050	21 270
1.2. Активи	20 499	45 252
2. Равнище на Кд /1.1. : 1.2./	0,59	0,46
3. Изменение на Кд /2б – 2а/	х	-0,13
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на задълженията /1.1.б : 1.2.а – 2а/	х	+0,45
4.2. Влияние на активите /2б – 1.1.б : 1.2.а/	х	-0,58

⁴ HORNGREN, Ch. Introduction to financial accounting.-Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1993, p. 123.

Равнището на коефициента на дълга в предприятие “А” се доближава до критичната стойност. Малко по-добро е състоянието на задлъжнялостта в предприятие “Б”. Данните в табл. 3 са поредно доказателство за силната зависимост на бизнесорганизациите от външното финансиране. Реална е опасността те да загубят доверието на своите кредитори, още повече че не отчитат печалба, с която да погасяват задълженията си. Отчетената загуба в предприятие “А” през 2000 г. е 1 434 хил. лв., а в предприятие ”Б” – 11 694 хил. лв. Тук е уместно да се посочи, че през 1999 г. първото предприятие е реализирало печалба за 2 390 хил. лв. , като неразпределената печалба от 1998 г. е била 5 231 хил. лв. Тези данни са илюстрация на трудностите, които изпитват стопанските субекти в своята дейност.

Степента на използване на кредитите се характеризира с **коефициента на отношението на дългосрочния дълг към активите /Кд/а/**. Чрез този показател се извършва **съпоставяне на дългосрочните задължения с общата стойност на активите**, както следва:⁵

$$\text{Кд/а} = \text{ДЗ} : \text{А.} \quad /4/$$

Финансовото състояние на бизнесорганизацията се счита за добро, когато намалява относителният дял на дългосрочните задължения в общия размер на активите. Възможни са и изключения, при условие че предприятието реализира достатъчно печалба, с която да изплаща редовно задълженията си.

Известно е, че дългосрочните кредити се използват за финансиране както на основните средства, така и за други инвестиции. Този факт обуславя необходимостта от изследване на **коефициента на структурата на дългосрочните вложения /Ксдв/**. Показва каква част от дълготрайните активи /ДА/ са финансирани от външни инвеститори, т.е. принадлежи на тях, а не на собствениците на предприятието. Използва се **зависимостта:**

$$\text{Ксдв} = \text{ДЗ} : \text{ДА.} \quad /5/$$

В икономическата литература се предлага още един показател за **характеризиране на финансирането на дълготрайните активи /Кфда/**.⁶ При него се съпоставят **постоянно и продължително използваните ресурси /постоянният капитал – ПК/ със стабилно функциониращите във времето средства**. Използва се **формулата:**

$$\text{Кфда} = \text{ПК} : \text{ДА.} \quad /6/$$

Постоянният капитал се формира от собствения капитал и от дългосрочните задължения, т.е.:

⁵ Дългосрочни задължения се отчитат само в предприятие “Б”. Затова в публикацията не са извършени изследвания на бизнесорганизациите по показатели, в които участва само този вид пасиви.

⁶ Вж. ДИНЕВ, Д. и Т. Кръстев. Анализ на финансово-счетоводните отчети. – София, Консултантска фирма “DDC”, 1993, с. 97.

$$ПК = СК + ДЗ. \quad /7/$$

Равнището на показателя не трябва да бъде по-малко от единица. Това означава, че продължително използваните ресурси превишават наличните сгради, оборудване, програмни продукти. Следователно бизнесорганизацията разполага със свободни парични ресурси, които може да инвестира за развитие на дейността. Все пак не трябва да се допуска прекалено нарастване на показателя, тъй като се увеличава оборотният капитал, което може да понижи рентабилността.

Анализ на финансирането на дълготрайните активи

Таблица 4

Показатели	Предпр. “А”	Предпр. “Б”
0	а	б
1. Изходни данни:		
1.1. Постоянен капитал	8 457	35 223
1.2. Дълготрайни активи	12 825	32 790
2. Равнище на Кфда /1.1. : 1.2./	0,66	1,07
3. Изменение на Кфда /2б – 2а/	х	+0,41
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на дълготрайните активи /1.1.а : 1.2.б – 2а/	х	-0,40
4.2. Влияние на постоянния капитал /2б – 1.1.а : 1.2.б/	х	+0,81

Равнището на коефициента на финансиране на дълготрайните активи в предприятие “Б” е в рамките на нормалните стойности. В другия стопански субект обаче то е много ниско, което показва, че бизнесорганизацията не разполага със свободни парични ресурси, които да използва за увеличаване на оборотния капитал.

Постоянният капитал в предприятие “Б” нараства спрямо този в предприятие “А” с 416,50 % /35 223 : 8 457/. Увеличаването на дълготрайните активи е с 255,67 %. Този факт обуславя прираста на Кфда с 0,41.

Подобряването на коефициента на финансиране на дълготрайните активи следва да се търси в няколко **направления**:

1. Повишаване на степента на използване на дълготрайните активи.

2. Търсене на възможности за преодоляване на застоя в основната дейност, за подобряване на пазарните позиции.

3. Ограничаване на външното финансиране; погасяване на задълженията към кредиторите.

Възможно е да се определи частта от дълготрайните материални активи, която може да се използва за покриване на дългосрочните задължения /Кп/. Това е показател за сигурността на заемодателя. Би следвало при неговото определяне да се изключват активите, които имат съмнителна ценност или възможност за реализация. Използва се зависимостта:

$$Кп = ДМА : ДЗ. \quad /8/$$

За да се изрази структурата на финансирането на имуществото /Кфим/, се използва следната зависимост:

$$Кфим = З : ДМА. \quad /9/$$

Показателят показва каква част от дълга е използвана за придобиване на 1 лв. ДМА.

Възможно е в числителя да участват само дългосрочните задължения, т.е.:

$$Кфим = ДЗ : ДМА. \quad /10/$$

Анализ на структурата на финансирането на имуществото

Таблица 5

Показатели	Предпр. “А”	Предпр. “Б”
0	а	б
1. Изходни данни:		
1.1. Задължения	12 050	21 270
1.2. Дълготрайни материални активи	12 755	26 987
2. Равнище на Кфим /1.1. : 1.2./	0,94	0,79
3. Изменение на Кфим /2б – 2а/	х	-0,15
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на ДМА /1.1.а : 1.2.б – 2а/	х	-0,49
4.2. Влияние на задълженията /2б – 1.1.а : 1.2.б/	х	+0,34

Данните в таблицата показват, че обновяването на оборудването се извършва основно за сметка на външно финансиране. В предприятие “Б” се използват 0,79 лв. чужди средства за придобиване на 1 лв. ДМА, а в предприятие “А” – 0,94 лв. Участието на собствените ресурси е незначително. Следователно силно изразена е финансовата зависимост на бизнесорганизациите от своите кредитори.

Коефициентът на покритие на текущите задължения /Кптз/ се използва и за характеризирание ликвидността на активите.⁷

⁷ Относно причините за широкото използване на Кптз вж. БЕРНСТАЙН, Л. Анализ финансовой отчетности.-Москва, Финансы и статистика, 1996, с. 402.

Изразява размера на текущите активи /КА/, който се пада на 1 лв. текущи пасиви /ТП/. Тези пасиви са съвкупност от краткосрочните задължения и предстоящата за плащане през годината сума за погасяване на дългосрочните задължения. Предприятието се счита за успешно функциониращо, когато $КА > ТП$. Използва се следната факторна система:

$$Кптз = КА : ТП. \quad /11/$$

Логиката на изчисляване на показателя се обяснява с факта, че бизнесорганизациите погасяват текущите си задължения основно чрез текущите активи. Възможно е неговите значения силно да варират по отрасли и видове дейности. Обикновено се счита, че стойностите на Кптз следва да бъдат около 2. По този начин текущите пасиви могат да бъдат покрити два пъти с наличните по счетоводния баланс текущи активи. Нарастването на размера на посочения показател в разумни граници се разглежда като благоприятна тенденция.

Анализ на покритието на текущите задължения

Таблица 6

Показатели	Предпр. “А”	Предпр. “Б”
0	а	б
1. Изходни данни:		
1.1. Краткотрайни активи	7 674	12 462
1.2. Текущи пасиви	12 050	10 898
2. Равнище на Кптз /1.1. : 1.2./	0,64	1,14
3. Изменение на Кптз /2б – 2а/	х	+0,50
4. Факторен анализ:		
4.1. Влияние на краткотрайните активи /1.1.б : 1.2.а – 2а/	х	+0,39
4.2. Влияние на текущите пасиви /2б – 1.1.б : 1.2.а/	х	+0,11

Драстичното нарастване на краткосрочните заеми в предприятие “А” е причина за създалата се абсурдна ситуация: краткотрайните активи да бъдат по-малко от текущите пасиви. Тревожна е ситуацията и в другата бизнесорганизация. Стопанските субекти са изпаднали във финансова зависимост от своите кредитори; трудно могат да се погасят краткосрочните задължения. Предприятие “А” не разполага със свободни парични ресурси, които да използва в бъдеще за покриване на евентуални загуби при случайни прекъсвания на бизнеса.

По-големият размер на краткотрайните активи в предприятие “Б” и по-малката величина на текущите пасиви в сравнение с предприятие “А” обуславят отчетеното изменение на коефициента на покритие на текущите задължения. Като положителен момент следва да се отбележи нарастването на текущите активи в предприятие “А”, в т.ч. и на паричните средства в банкови сметки. В предприятие “Б” обаче размерът на тези средства намалява от 2 888 хил. лв. през 1999 г. на 954 хил. лв. през 2000 г., поради което степента на финансовия риск е много голяма.

Съществува мнение, според което знаменател на разглеждания показател следва да бъде само размерът на краткосрочните заеми.⁸ Този подход е неправилен, тъй като равнището на коефициента на покритие на текущите задължения няма да отразява реално връзката между текущите активи и текущите пасиви. Освен това не може точно да се установи степента на финансовия риск.

Предложеният инструментариум за изследване на задлъжнялостта позволява да се определят **средно- и дългосрочните параметри** на финансовото състояние на бизнесорганизациите. Въз основа на извършените проучвания на зависимостта на стопанските субекти от външно финансиране могат да се очертаят насоките за развитие на предприемаческата дейност. Следователно анализът на задлъжнялостта е обективна потребност за онези управленски екипи, които са си поставили за цел умело да управляват предприятията, да извършват пазарна експанзия.

⁸ Вж. **ТИМЧЕВ, М.** Новите НСС и как на практика да оповестим финансово-счетоводния анализ съобразно изискванията на НСС 29.-София, Фирма “ПРОТЕД”, 1995, с.60.