

Ролята на самофинансирането в структурата на другите техники за финансиране активите на фирмата

Проф. д-р Валери Ненков

Международно висше бизнес училище – Ботевград
vnenkov@ibsedu.bg

Гл. ас. д-р Цветелина Ненкова

Международно висше бизнес училище – Ботевград
tsnenkova@ibsedu.bg

The Role of Self-Financing in the Structure of Other Techniques for Financing the Company's Assets

Prof. Valeri Nenkov, Ph.D.

International Business School – Botevgrad

Ch. Assist. Prof. Tsvetelina Nenkova, Ph.D.

International Business School – Botevgrad

Резюме: Финансирането на фирмата със собствени капитали е специфичен начин на финансиране, който осигурява непрекъснатост на производствения процес, разширяване на производството, обновяване на дълготрайните активи, осъществяване на инвестиционната програма и стабилни позиции на фирмата на капиталовия пазар. Границата между финансирането със собствени капитали и външното финансиране предопределя възможностите за бъдещото развитие на фирмата чрез осъществяване на нови инвестиции. В тази връзка в настоящата студия вниманието се фокусира върху връзката между източниците на външното финансиране и самофинансирането; влиянието на самофинансирането върху позициите

на мениджърите и акционерите; самофинансирането и инвестиционната политика на фирмата; сравнителен анализ на предимствата и недостатъците на самофинансирането и другите техники за финансиране на фирмата.

Ключови думи: самофинансиране, собствен капитал, зает капитал, инвестиции

Jel класификация: G32

Abstract: Financing of the company with equity capital is a specific way of financing. It ensures a continuity of the production process, expansion of the production, renovation of the fixed assets, implementation of the investment program and stable positions of the company on the capital market. The difference between the equity financing and the external financing predetermines the opportunities for the future development of the company by realizing new investments. On this basis, in the present research paper the attention is focused on the relationship between the sources of the external financing and self-financing; the impact of self-financing on the positions of managers and shareholders; self-financing and the investment policy of the company; comparative analysis of the advantages and disadvantages of self-financing and other techniques for financing the company.

Keywords: self-financing, equity capital, employed capital, investment

Jel Classification: G32

* * *

Финансирането на фирмата е процес свързан с осигуряване на парични средства, необходими за осъществяване на нейната дейност.

Въпросът, който стои пред мениджърския състав, е: от какви източници да се осигурят необходимите капитали за финансиране на фирмата – собствени или заети? Оптималната структура на финансиране на фирмата зависи както от техниките за финансиране, така и от целите и обекта на финансиране.

Икономическата конюнктура в макроикономически аспект, финансовото състояние на фирмата и просперитетът на мениджърския състав предопределят и възможните техники за финансиране на фирмата.

Обект на изследване е самофинансирането като техника за финансиране на фирмата.

Предмет на изследването в студията са границите на възможностите и ефективността на самофинансиране при определена степен на икономически растеж на фирмата.

Хипотезата, която се преследва, е да се докажат предимствата и недостатъците на самофинансирането пред другите техники за финансиране на фирмата.

Целта е да се покаже до каква степен на икономически растеж може да се използва само самофинансирането като техника при финансирането на фирмата. Съобразно поставената цел в разработката се прави кратка характеристика на собствените капитали, техниките за финансиране и въздействието на самофинансирането върху инвестиционната политика на фирмата, за да се разкрие максималната граница на финансиране между финансирането със собствени капитали и външното финансиране – граница, която съществува дори когато фирмата има достъп до всички източници на външното финансиране.

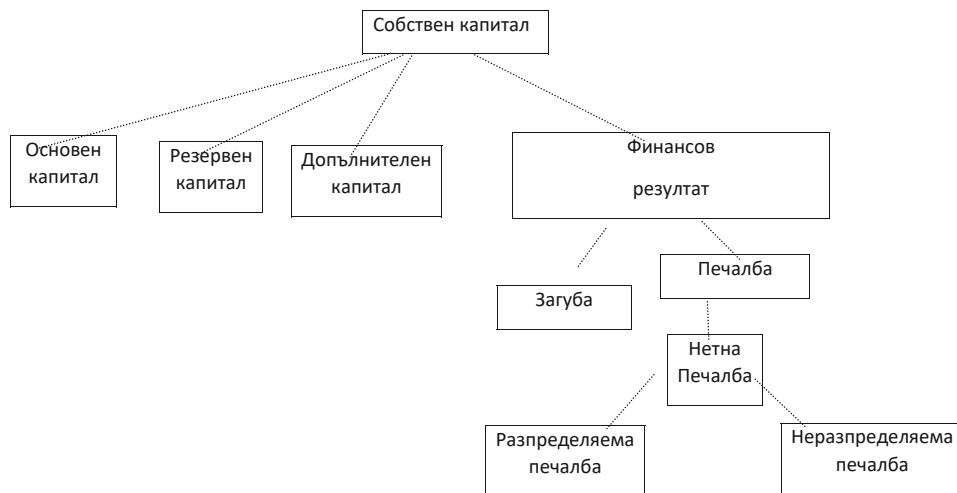
I. Самофинансиране и собствени капитали на фирмата

1. Мястото на самофинансирането в структурата на собствените капитали

Финансирането на фирмата със собствени капитали гарантира нейния авторитет на финансовите пазари и обезпечава нарастването на прозводството и паричните постъпления.

Собствените капитали на фирмата първоначално са събраните средства под формата на спестявания от собствениците, както и вноските дялов капитал на участниците в създаването на фирмата. Собственият капитал е динамична величина, изчислена като разлика между активите и пасивите от баланса на фирмата, т.е. собственият капитал е чистата остатъчна стойност на капитала. Структурата на собствения капитал включва: капитал, инвестиран за покупка на активи и капитал под формата на пари, създаден във фирмата, като инвестираният капитал се изразява чрез акции и дялове, а създаденият чрез величината на реализираната печалба. В тази връзка собственият капитал може да се представи по следния начин:

Схема 1. Структура на собствения капитал



Източник: авторите

Основният капитал е законово регламентирания в съда при създаване на фирмата и показва първоначалната стойност на актива.

Резервният капитал се формира от отчисленията от печалбата след данъчното ѝ облагане. Неговото формиране може да стане по решение на мениджърския състав и собствениците или съгласно закон.

Допълнителният капитал се създава от допълнителни вноски на съдружниците или от вноските на новоприети съдружници.

Увеличаването и намаляването на капитала са от съществено значение за формиране на оптимална финансова структура на фирмата.

Увеличаването на капитала може да стане посредством:

- емисията на нови акции;
- увеличаване на номинала на старите акции;
- чрез конверсия на облигации в акции.

Увеличаването на капитала най-често се осъществява чрез вноски на лични пари или в натура. Този начин има за цел привличане на допълнителни капитали във фирмата чрез публично предлагане на нови ценни книжа. Увеличаването на капитала по този начин е регламентирано от законодателството на съответната държава и се допуска след като старият капитал е внесен изцяло от акционерите.

Финансовото управление емитира новите акции по емисионен курс по-нисък от този на старите. При запазване на по-висока номинална стойност на старите акции могат да се емитират нови акции по номинален

курс, който е по-висок от емисионния курс. Маржът между двата курса представлява емисионната премия, която се включва към резервите.

Увеличаването на капитала чрез включване на резервите и печалбата може да стане чрез увеличаване на номиналната стойност на акциите, без да се променя техния брой.

Увеличаване на капитала на фирмата може да стане и чрез конверсия на облигации в акции по решение на общото събрание на акционерите на фирмата. Притежателите на този вид облигации имат право през заемния период или да получат пари, или да получат акции срещу техните облигации. Този вид облигации са предпочитани от инвеститорите, като техните решения за конверсията на облигациите им в акции, се предопределя както от размера на дивидента, така и от инфлацията, която оказва влияние върху стойността на парите.

Намаляването на капитала на фирмата се налага, когато тя е загубила част от актива и има потребност от нови капитали.

С намаляването на капитала от една страна се променя нейния статут, а от друга се покриват загуби. То се осъществява по два начина:

- чрез намаляване на номиналната стойност на акциите;
- чрез обезсилване на акции.

Най-често използвания начин за намаляване на капитала е този, при който се намалява номиналната стойност на акциите, без да се намалява техния брой в границите до определен минимум, регламентиран от законодателството на дадената държава.

Намаляването на капитала може да стане и чрез запазване на номинална стойност на акциите при условие че се намали техния брой. При този начин номиналната стойност на капитала се свежда до определена граница, най-често чрез анулиране на една трета от тях, т.е. като една нова акция заменя две или повече стари акции.

Намаляването на капитала на фирмата при определени ситуации може да бъде предизвикано от ниската активност на фирмата и наличието на повече капитал от необходимия за компенсиране на загубата. В подобни случаи се използват два подхода:

- връщане на част от дяловете на акционерите;
- откупуване на акции от капиталовия пазар.

Чрез увеличаване или намаляване на капитала на фирмата се цели осигуряване на допълнителни капитали от финансовите пазари, повишаване на конкурентоспособността и увеличаване на собственото финансиране, т.е. самофинансирането.

Изборът на рационална структура от техники за финансиране на фирмата предопределя не само осигуряването на капитали, но и тяхното ефективно използване.

Основна техника за финансиране актива на фирмата, на база създадена печалба, е самофинансирането. Под самофинансиране се разбира финансиране дейността на фирмата със собствени средства. Самофинансирането се предопределя от неразпределяемата печалба, която зависи от финансовото състояние на фирмата и от дивидентната политика на ръководството. Неразпределяемата печалба на фирмата се явява своеобразна форма на спестяване. Спестяването на фирмата е разликата между нейният разполагаем доход, т.е. печалбата намалена с данъка и потреблението.

К. Болдинг отбелязва, „че плащането на дивидентите е обикновено разрушаване, унищожаване на ликвидния актив“³⁵. В тази връзка всяко разпределение на част от печалбата за дивиденти се явява своеобразно потребление на фирмата, която намалява размера на дохода за спестяване.

За да се изясни по задълбочено същността на самофинансирането се налага да се определят неговите теоретически и практически параметри.

От теоретична гледна точка, самофинансирането може да се разгледа като:

Първо. Паричен поток (постъпления) за периода, а не като част от богатството на фирмата. Така определянето на самофинансирането е за предпочитане, тъй като съвременния икономически и финансов анализ се извършва предимно в рамките на паричния поток. По такъв начин се дава възможност да се определи връзката на самофинансирането с теоретическите концепции за дохода, печалбата, спестяването и инвестициите, които са също част от паричния поток на фирмата, т.е. самофинансирането не се ограничава само в рамките на богатството за определено време, а е период - срок, определен от появата на печалбата и нейното разпределение.

Второ. За предпочитане е чистата, а не брутната величина на дохода. Взема се предвид дохода, печалбата или спестяването на фирмата тогава, когато капиталът се поддържа на определено равнище.

Резервите, амортизациите и провизиите за обезценка (резерви, регламентирани от законодателството, амортизации за дълготрайни активи, провизии за обезценка на запасите и провизии за загуби и разходи) в границите, в които поддържат капитала непроменен (в рамките

³⁵ Boulding, K. A Reconstruction of Economics. New York. 1950, p. 113.

на собственото богатство на фирмата), изразяват брутно, а не чисто-то самофинансиране.

Трето. Специфичен начин за употреба на ресурсите. Самофинансирането, както подчертахме, е ресурс формиран от спестяването на фирмата. То обезпечава физическия, финансовия и паричен актив на фирмата. Самофинансирането финансира независимо коя да е категория на актива, но никога разходите. Разходите обуславят определянето на дохода на фирмата, т.е. печалбата. Те не са част от печалбата, която е спестена.

Амортизациите в границите, в които те представляват разход за периода, т.е. поддържат капитала непроменен, не би трябвало да се включват в самофинансирането. Изследването на самофинансирането на фирмата предполага и неговото статистическо измерване. Това налага теоретическата концепция за самофинансирането да бъде допълнена със счетоводната концепция, която третира печалбата като резултат от дейността на фирмата, а не конкретен доход.

Така анализирано самофинансирането на фирмата се определя от брутният и нетният капацитет на самофинансиране, представено в табличен вид, както следва:

Таблица 1. Самофинансиране на фирмата

Самофинансиране	
Брутен капацитет на самофинансиране	Нетен капацитет на самофинансиране
1. Печалба преди облагане с данъци	1. Печалба след данъка и разпределението
- Плащания (краткосрочни дългове и данъци)	2. Амортизации и провизии
- Законови резерви	-
= Нетна печалба	-
Неразпределяема/разпределяема печалба	-
Дивиденди	-
2. Амортизации	-
3. Провизии за покриване на обезценката на запаса	-

Източник: авторите

Самофинансиране на фирмата е два вида: самофинансиране на поддръжка и самофинансиране на растеж.

При самофинансирането на поддръжка целта на фирменото управление е капитала на фирмата да се поддържа на определено равнище,

гарантиращо нейната конкурентоспособност. База е първоначалният производствен капацитет и основен източник на финансиране са амортизациите, провизиите за обезценка на запасите и провизиите за покриване на загуби. Средствата, набрани под формата на амортизации, са временно свободни до края на амортизационния период на дълготрайните активи, както и провизиите до тяхното използване и могат да се използват от ръководството за финансиране както на дълготрайни, така и на краткотрайни активи.

Самофинансирането на растеж е свързано с реинвестиране на неразпределяемата печалба с цел покупка на нови дълготрайни активи, както и финансиране на рискови инвестиции.

Мястото на самофинансирането в структурата на собствените капитали при финансиране на актива на фирмата се определя от трите разновидности на управлението на самофинансирането:

- а) спонтанно инвестиране на ресурсите в зависимост с тяхното появяване;
- б) системно разпределение на печалбата;
- в) политика на рационално самофинансиране в рамките на инвестиционната програма на фирмата.

При определяне размера на ресурсите за самофинансиране трябва да се има предвид следното:

- Самофинансирането може да е налице тогава, когато наличните ресурси за даден период се използват преди печалбата да е реализирана изцяло. Това налага да се анализира връзката между временната допълнителна ликвидна стойност, печалбата и краткосрочните дълговете.

Инвестирането е процес, свързан с използване на налични финансови ресурси. Когато част от тези ресурси произтичат от акционерни вноски или кредити може да нямат връзка със самофинансирането. Наблюдава се в някои случаи при подмяната на физически и морално остарели активи, като за целта се използват ресурси набрани чрез акционерни вноски и банкови кредити.

Това не се отнася за временната допълнителна ликвидна стойност, която се появява през отчетния период. В края на цикъла пари-стоки-пари, често се появява допълнителна ликвидна стойност, като изразжение на превишаването на съществуващите продажби над покупките и вече осъществените разходи. Появата на тази допълнителна ликвидна стойност е през периода и тя не може да се квалифицира нито като печалба, нито като загуба, тъй като финансовия резултат се оп-

ределя в края на периода. Тази стойност, която се явява временен паричен излишък, може да се използва за самофинансиране.

Една значителна част от разходите, като разходи за заплата, данъци, плащания към клиентите на фирмата, се правят на падежа. Тези дългове до падежа се явяват също ресурс за временно самофинансиране, което може да подпомогне финансовата програма на фирмата. Използването на временните ликвидни стойности е един вътрешен начин за краткосрочно финансиране, което позволява избягване използването на краткосрочни банкови кредити.

- Самофинансирането стимулира превръщането на печалбите в края на периода в недвижими активи.

Самофинансирането е динамичен процес, който присъства в решенията на финансовото управление на фирмата. Превръщането на печалбата в недвижими активи оказва съществено влияние върху предназначението ѝ. То провокира тенденция на удържане на по-голяма част от нея, което съвпада с намеренията на управлението. При ниска степен на ликвидност на актива на баланса на фирмата, печалба за разпределение е ограничена. Ако се увеличи размера на разпределяемата печалба, това може да стане с цената на намаляване на активността на фирмата и обема на производството. Когато в края на периода печалбата се превръща в недвижими активи и размерът на разпределяемата печалба е малък, причината за това е предварително взето решение от управлението на фирмата за увеличаване на неразпределяемата печалба.

Всъщност самофинансирането в структурата на собствените капитали на фирмата се предопределя от:

- а) процеса на формирането на ресурсите за неговото осъществяване;
- б) решението на управлението на фирмата да удържа част от печалбата.

Тук внимание заслужава мобилизирането на временно свободните парични ресурси и тяхното включване чрез самофинансирането в инвестиционната програма на фирмата.

Самофинансирането зависи от политиката на разпределението на печалбата, амортизационната политика и от временните допълнителни ликвидни стойности, които са налице в фирмата преди определяне величината на реализираната печалба.

2. Влиянието на самофинансирането върху позициите на мениджърите и акционерите

Стремежът на мениджърите към ограничаване на разпределяемата печалба и увеличаване на собствения капитал е свързан с определени мотиви, основаващи се на властовите претенции между управлението

и собствениците на капитала. Мениджърите идентифицират фирмата като институция, която е тяхно собствено дело, а на акционерите гледат като на външни лица. За мениджърите дивидентът е своеобразна форма на изтичане на ресурси в полза на акционерите, подобно на лихвата, която се плаща на притежателите на облигации. Във връзка с това склонността на мениджърите към намаляване на разпределяемата печалба е обяснимо.

Х. Форд подчертава: „Аз винаги изисквах дивидентите да бъдат слаби и поради това дружеството се освобождаваше от акционерите, които искат възприемането на друг принцип на разпределение. Аз разглеждам реализираната печалба като ресурс, принадлежащ най-вече на фирмата“³⁶.

Действително практиката показва, че оставащата печалба във фирмата е ресурс, който се използва от мениджърите за осигуряване на достатъчно парични средства, независимост и растеж на дейността ѝ.

На базата на това специфично виждане може да подчертаем, че ориентацията на мениджърите към систематично удържане на част от печалбата, още преди да е достигнала определено равнище, е оправдано. Водещи за това са и кейнсиянските мотиви за предпазливост и сигурност както по отношение на кредиторите, така и при разпределението на дивидентите.

Желанието на акционерите за разпределение на по-голяма част от печалбата и на кредиторите за по-висока лихва изисква засилване на финансовата солидарност на управлението на фирмата по отношение на капитала. Определящо значение има формирането на резерви с цел защита срещу бъдещи загуби. По този начин регламентиранияте законови резерви в определени дружества дават една допълнителна гаранция за сигурност при плащането на задълженията към търговските банки и други юридически и физически лица. Това законово изискване в българската практика е ограничено и размерът на резервите е незначителен процент спрямо величината на капитала. По тази причина фирменото управление предвижда формиране на допълнителни ресурси за сметка на разпределяемата печалба. Това ще позволи покриване на спонтанно възникнали непланирани разходи. Този мотив за предпазливост от страна на мениджърите е свързан с мантилитета на „грижовния стопанин“, т.е. „да се предвижда това означава да се заделят на страна сумите, предназначени да парират всички негативни явления, които бъдещето може да предложи“³⁷.

³⁶ Malisen, M. L'antofinancement de Socitye en Fronce et aux Etats – Unis. Paris. Dallor.1953

³⁷ Buchanon, H. Theory and practice in dividend distribution. Quarterly Sournal of Economics. Vol. 53. 1988, p. 78-79.

Не може да се отрече, че това поведение на предпазливост от страна на мениджърите е една съвременна реалност, предизвикана от инфлацията и техническия процес. Обикновено методът на амортизиране, който се определя върху стойността на дълготрайните активи, може да не е достатъчен фирмата да обнови дълготрайните си активи и запази производствения капацитет. В същото време мениджърите на фирмата трябва да се подсигурят срещу проблеми, които могат да възникнат поради обновлението на запаса от основни суровини и запаси.

Естествено идеята за предпазливостта не завършва със създаване на един бюджет от парични средства, предназначен за предпазване на фирмата от негативните явления, а с обосновка на потребността от формирането на резерви за обновление. В този аспект към инфлацията и техническия прогрес може да се прибави и държавната намеса, свързана със стимулиране или ограничаване на дадено производство.

Мотивът на мениджърите за систематическото удържане на печалбата зависи от позициите на акционерите. Трябва да се има предвид, че разпределението на дивиденди, дори и да са слаби, е фактор за добри борсови позиции на акциите на фирмата. Разпределението се разглежда като сигнал за поддържане на печалбата на определено равнище. Размерът на реинвестираната или разпределена печалба под формата на дивиденди зависи и от правомощията, които имат мениджърите при приемане на акционери. Дивидентът по принцип се фиксира с решение на общото събрание на акционерите. Водеща фигура във фирмата е мениджърът (директор, президент, управител). От него се изисква задълбочено познаване на капиталовия пазар и умения да ръководи управителния съвет. Някои от членовете на управителния съвет не са специалисти в определени области и не притежават задълбочени икономически знания. От всички членове на управителния съвет само тези, които са най-добре информирани за пазара, могат да се идентифицират с фирмата. Те постоянно присъстват на заседанията и предопределят решенията.

По принцип малките и средни акционери реално не участват във вземането на решенията в общото събрание на акционерите. Практиката на преотстъпването на пълномощията в това отношение в ръцете на мениджърите от страна на акционерите е доста разпространена. Обикновено се обявява величината на дивидента, по която общото събрание трябва да се произнесе. И само управителният съвет има възможност да намали величината на чистата печалба, представена на общото събрание на акционерите. Достатъчно е нереално да се покажат амортизациите, задълженията към трети лица, постоянните разходи и т.н. От така намалената печалба се определя дивидента. Следователно мениджърите могат да представят множество допълнителни аргументи в полза на предложените дивиденди – аргументи,

които акционерите в своето мнозинство нямат нито материалната възможност, нито достатъчна компетентност да оспорят.

Концентрацията на действителната власт в управлението на фирмата, особено що се отнася до разпределяемата печалба, е причина акционерите да бъдат в определени случаи оцетени. Те понякога са несправедливо лишени от възможността да определят дивидентите, които получават и са жертва на политиката на систематическото увеличаване на неразпределяемата печалба. В същото време акционерите са заинтересовани да участват в разпределението на печалбата, особено ако удържането на по-голяма печалба е за финансиране на рентабилен инвестиционен проект, който в бъдеще ще доведе до увеличаване на печалбата. Колкото повече управлението на фирмата ограничава разпределяемата печалба, толкова по-голямо е очакването за нейното повишаване в бъдеще. При това положение акционерите не само, че не са жертва на систематическото удържане и реинвестиране на ресурси във фирмата, но и са заинтересувани от него. Този процес може да съвпада с политиката на вътрешното самофинансиране на фирмата, което води до намаляване на разпределяемата печалба през периода за сметка нарастване на печалбата в бъдеще.

При това положение може да се каже, че самофинансирането през настоящия период не би имало този систематичен характер, ако интересът на акционерите не съвпада с този на мениджърите. Върху интересите и поведението на акционерите влияние оказва и данъчното облагане, инфлацията и борсата.

Данъчното облагане става фактор на систематичното удържане на голяма част от печалбата, особено когато неразпределяемите печалби, които се инвестират във фирмата не се облагат или облагането се осъществява при по-лек данъчен режим. При данъчната система, при която облагането на печалбата е преди разпределението, дивидентите, които веднъж са били обложени като съставки на общата печалба, и не са освободени от облагане с индивидуален подоходен данък (каквато е данъчната практика в България – дивидентите с 5 %), облагането логично става фактор на систематичното увеличаване на неразпределяемата печалба.

От друга страна, разпределението на печалбата става в края на отчетния период и когато съществува по-голяма инфлация през периода води до намаляване на нейната величина. Удържането на пари, което предопределя увеличаване на дълготрайните активи се предпочита от акционерите, когато очакват да срещнат трудности, колебания и рискове до момента на получаване на дивидентите.

От направения анализ на позициите на мениджърите и акционерите може да се направи извод, че самофинансирането е техника за финан-

сиране на фирмата, която се предопределя от интересите на мениджърите и акционерите, които може да съвпадат, но може и да се различават. Когато е налице съвпадение, самофинансирането е предпоставка за намаляване на дивидентите, реинвестиране на по-голяма част от печалбата във фирмата и включването ѝ в обща инвестиционна програма, гарантираща бъдещото икономическо развитие на фирмата.

3. Самофинансирането - предпоставка за финансовата независимост на фирмата

Мениджърският екип на фирмата се стреми както към реализация на печалба от дейността ѝ, така и гарантиране на финансовата ѝ независимост. Тази независимост е по отношение на притежателите на капитали, конкурентите, държавата и синдикатите.

За това финансовото управление на фирмата трябва да има предвид следното:

- Претенциите и изискванията на притежателите на капитали застрашават постоянно независимостта на фирмата, независимо дали са акционерите или други кредитори;

По отношение на собствения капитал се свежда до желанието на акционерите към увеличаване размера на разпределяемата печалба.

По отношение на заемния капитал - наблюдава се тенденция към нарастване делът на чуждия капитал за сметка на собствения капитал във финансовата структура на фирмата.

- Стремешът на банките за участие във фирми от водещите отрасли на икономиката;

Предпазлив по отношение ползването на банкови кредити е Х. Форд, който казва: „от както се занимавам с управление на фирма, никога не съм вземал на заем с изключение на един път, когато трябваше да търся дялове, които не бяха в ръцете на моето семейство. Това е защото не искам да рискувам един ден управлението на моите дела да падне в други ръце“³⁸.

Трябва да се има предвид, че предпазливост се налага дори, когато се приемат нови акционери, които притежават незначителен брой акции.

В някои дружества, например анонимните, собствениците като цяло са представени от малки групи акционери, които контролират фирмата благодарение на въздържането на голям брой акционери да участват в управлението ѝ. Приемането на нови акционери може да промени мнозинството на общото събрание и да постави под въпрос позициите на мениджърите.

³⁸ Lambert, P. The Distributon and Redistribution of Income. Oxford. 1989, p. 123-125.

- Навсякъде по света големите финансови и нефинансови фирми търсят начини да затрудняват малките и средни фирми, отпускаяки непосилни за техните възможности заеми;

При невъзможност на падежа тези фирми да погасят заемите си, погълщането им става необратимо.

Другият начин е провокиране на фалит и изкупуване на активите на фирмите - длъжници по доста по-ниски цени. В това отношение конкурентните фирми са готови по всякакъв начин да съдействат на кредиторите.

- Самофинансирането не поражда за фирмата никаква заплаха или потребност от ограничаване на дейността.

За това множество малки и средни фирми определят стремежа си към независимост на своите инвестиции с възможностите на самофинансирането. Дори когато е възможно се опитват да избегнат външното финансиране, което ограничава до определена степен тяхното развитие. Когато самофинансирането позволява използването и на външно финансиране, финансовото управление трябва да използва този ресурс, тъй като е налице мултипликационен ефект върху развитието на фирмата.

Самофинансирането е най-сигурната защита за фирмата в условията на несигурност и риск.

II. Самофинансирането и инвестиционна политика на фирмата

1. Въздействие на самофинансирането върху инвестиционните решения при избор на даден инвестиционен проект

Зависимостта на инвестиционните решения от самофинансирането се определят от стойността на инвестираните капитали и от степента на риска, който съществува при реализация на даден инвестиционен проект. При външното финансиране стойността на инвестираните капитали при осъществяване на инвестиционен проект се измерва чрез лихвения процент, увеличена с данъчните и банковите разходите. При финансиране със собствени ресурси, стойността на инвестираните капитали е по-ниска, тъй като не се правят допълнителни данъчни и банкови разходи. Инвестиционен проект, който не може да се осъществи, тъй като външните ресурси са много скъпи и поради това, че вътрешната рентабилност на инвестицията е оценена като недостатъчна, може да се реализира при положение, че се самофинансира.

Доминиращо е самофинансирането при рисковите инвестиционни проекти. По принцип колкото една инвестиция е по-рискова, толкова по-голяма е ролята на самофинансирането за нейното осъществяване.

Самофинансирането оказва влияние върху решенията за инвестиране и чрез други фактори, различни от стойността на капитала и риска. Тава са финансови и психологически фактори, свеждащи се до възможностите за достъп до външно финансиране, запазване и увеличаване независимостта и престижа на фирмата. Всяка фирма, независимо от нейното финансово състояние и мястото, което заема в отрасловата структура на икономиката, има определена горна граница на външно финансиране. Когато възможностите за външно финансиране са изчерпани, а фирмата има потребност от реализирането на нови инвестиции, решенията за инвестиране изцяло се определят от самофинансирането.

В отраслите, където се наблюдава по-бърз икономически растеж, фирмите изпитват потребност от допълнителни капитали, които се осигуряват чрез самофинансирането, посредством действието на т.н. ефект на мултипликатора на самофинансирането. Действието на мултипликатора на самофинансиране е следното³⁹:

$E/P = e$ – процент на максималната задлъжнялост;

Мултипликатора на самофинансирането $e: k = P/A$ или $k = 1/1 - e$

E - максимална задлъжнялост, която е достигната от фирмата;

P - общ актив или пасив на фирмата;

A - самофинансиране;

Ако приемем, че дадена фирма увеличава своя оборот от 30 % на 60 % годишно и е изчерпила възможностите си за външно финансиране, финансовото управление ще бъде принудено да спре изплащането на дивиденди или драстично да намали техния размер. В този случай обемът на инвестициите се предопределя от възможностите на самофинансирането. Собствените ресурси се увеличават чрез редовното включване на реализираната печалба, което позволява ползването на нови заеми, тъй като горната граница на максималната задлъжнялост е по-голяма. Това ще позволи получаването на нови капитали от фирмата и ще даде възможност да финансира дейността си при икономически растеж и нарастване на оборота.

Така анализиран мултипликаторът ни разкрива, че влиянието на миналата печалба не се заключава само до инвестиции, финансирани пряко със собствени ресурси (самофинансирани), но и от минали печалби, реализирани от други финансови източници. При това положение обемът на инвестициите на дадената фирма през даден период зависи в значителна степен от печалбата, но не само от печалбата,

³⁹ Ненков, В. Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1993, с. 48.

събрана през предходния период, а от печалбата създадена през всички предходни периоди. Мултипликаторът на самофинансиране налага две предварителни изисквания –икономически растеж и максимална задлъжнялост на фирмата да не е повече от 50 %. По такъв начин самофинансирането позволява увеличаване на външното финансиране, чрез което може да окаже мултипликационен ефект върху развитието на фирмата.

Самофинансирането определя инвестиционните решения и развитието на малките и средни фирми, които са изчерпили възможностите за ползване на външно финансиране. Повечето от малките фирми не могат да ползват външно финансиране, тъй като достъпът до финансовия пазар за тях е невъзможен. Гаранциите, които те предлагат, за да им се отпусне банков кредит, са недостатъчни. Самофинансирането за тях се явява важен инструмент на генералната стратегия за развитие, предопределящ не само вземането на инвестиционните решения, но и основна техника за финансиране.

2. Въздействие на самофинансирането върху глобалния обем на инвестициите

Величината на инвестициите зависи от:

- а) обема на планираните инвестиции;
- б) обема на разполагаемите финансови ресурси.

Насочването на собствени капитали за финансиране на инвестициите във фирмата се предопределя, от една страна, от реализираната чистата печалба, а от друга страна, от размера на печалбата, която ще се рефинансира във фирмата, т.е. неразпределяемата печалба. Ако финансовата структура на фирмата зависи в преобладаващата си част от самофинансирането, може да се отбележи, че тази структура на финансирането на инвестициите е причина за колебанията в тяхната величина. Измененията във величината на самофинансиране се предопределят от измененията в обема на печалбата и политиката на разпределение. Чрез провежданата политика на разпределение може да се ограничат колебанията в разпределението на печалбата, като се има предвид икономическата конюнктура.

По време на оживление и подем на икономиката, финансовото управление може да провежда политиката на разпределение, удовлетворяваща интересите както на акционерите, така и на финансовото управление на фирмата, т.е. по-голяма печалба за разпределение под формата на дивиденди и по-голяма неразпределяема печалба за реинвестиране във фирмата.

По време на криза политиката на разпределение е ориентирана към парично стабилизиране на фирмата, но подобно стабилизиране е трудно да се получи, поради разнопосочността на интересите между мениджъри и акционери. По време на криза е нормално акционерите да искат да получат доходи, а финансовото управление да ограничава размера на разпределяемата печалба.

Но обемът на инвестициите и решенията за инвестиране не зависят изцяло от самофинансирането. Влияние оказва и външното финансиране. Когато в структурата на финансиране на инвестициите преобладава делът на външното финансиране, колебанията в обема на инвестициите са по-големи.

Колебанията на обема на ресурсите за финансиране, с които може да разполага фирмата, са причина за колебанията на инвестициите. Конкретизирането в измененията на тази зависимост изисква да се има предвид следното:

а) Фазите на регресията на инвестициите може да съответства на фазите на спад или стагнацията на обема на самофинансирането.

Това може да се установи при сравнение в изменение в обема на инвестициите и величината на самофинансирането, като се анализират измененията в печалбата и дивидентната политика.

б) Фазите на експанзията на инвестициите и експанзията на самофинансирането може да съвпадат.

По време на подем фирмата разполага с повече ресурси за самофинансиране, което реално допринася за увеличаване на инвестициите. Колебанията във величината на самофинансирането през отделните фази допринася в голяма степен до колебанията в обема на инвестициите. Тава показва и обусловеността на инвестиционните решения от възможностите за самофинансиране.

в) От позицията на международните икономически връзки самофинансирането е важен фактор за растежа на инвестициите.

През определен период от време фирмата може да се окаже защитена от международната конюнктура, което ще и позволи да поддържа високи цени и да реализира по-големи печалби. Чрез самофинансирането се гарантира защита на фирмата от международната конюнктура, особено ако се финансира покупката на дълготрайни активи, необходими за посрещане на предстояща конкуренция.

При определяне ролята на самофинансирането значение има и регулативното въздействие, което то оказва върху инвестициите. Трябва да се уточни, че връзката между равнището на инвестициите и равнището на печалбите не преминават изцяло през самофинансирането. При слабо

самофинансиране и при по-голяма величина на разпределяемата печалба, външното самофинансиране ще е доминиращо, а равнището на инвестициите ще бъде частично обусловено от това на печалбата. При тази ситуация, обемът на ресурсите, с които разполага фирмата при външното финансиране, е много по-чувствителен на измененията на конюнктурата в сравнение с обема на самофинансирането.

Ограничителната роля на самофинансирането в неравномерното разпределение на инвестициите е свързано с анализа и въздействието върху структурата на пазара на капитали. Отсъствието на подвижност и неделимост на пазара на капиталите може да настъпи както по отношение на търсенето, така и по отношение на предлагането. Отсъствието на подвижност на пазара на капитали се обяснява с невъзможността на една голяма част от фирмите (малки и средни) да получат желаните от тях капитали.

Отсъствието на прозрачност на капиталовия пазар засяга преди всичко предлагането на капитали. Тя е свързана с липсата на икономическа информация за заемодателите. Пазарът на капиталите може да преориентира посоката на финансовите ресурси в зависимост от измененията в състава на инвестициите що се отнася до тяхното разпределение между фирмите от различните отрасли на икономиката. Съществуват фирми, които осигуряват финансирането на инвестиционната си програма изцяло от източници чрез заемане на капитали помежду си в рамките на определена група.

Пазарът на капиталите допринася за създаването на неравновесия между фирмите, отраслите и регионите. Неравновесията са свързани с принадлежността или непринадлежността на дадена фирма към съответната финансова група. Ако фирмата принадлежи към дадена финансова или икономическа група, тя има достъп до пазара и обратно, достъпът е ограничен. Фирмите, отклонени от финансовия пазар, са принудени да се присъединят към дадена финансова група, но за сметка на своята икономическа самостоятелност. Подобни неравновесия се наблюдават и в зависимост от принадлежността на фирмите към съответните отрасли. Инвестициите, осъществени от фирми от традиционните отрасли най-често са благоприятствани, докато в новите отрасли, дори и с висока рентабилност, са възпрепятствани от неподвижността на пазара на капиталите.

Анализът на разпределението на инвестициите между фирмите показва, че самофинансирането, както и пазарът на капиталите, насърчават финансовата концентрация на капитала. Този процес е по-засилен при пазара на капиталите, тъй като самофинансирането е единственият финансов инструмент, който позволява фирмите да се развиват във и извън дадена финансова група и да запазят финансовата си независимост.

От позицията на разпределението на инвестициите между различните отрасли самофинансирането има определени предимства пред пазара на капиталите. Вътрешното разпределение чрез самофинансирането позволява по-добре от пазара да се осъществи повторна употреба на капиталите от отраслите в стагнация към отраслите в подем.

Самофинансирането засилва и мобилността на капиталите. Неразпределените печалби не са свързани непременно с инвестициите, които са ги създали. Тези печалби финансират инвестиции с различен произход както в самата фирма, така и други фирми. Само големите фирми може да имат различни типове активност, най-често предизвикана от вертикалната концентрация. Това означава, че печалбата, създадена в една фирма от дадено производство, може да се използва за финансиране на друго производство в зависимост от развитието на търсенето, цените и стойностите на произведените продукти. В практиката се наблюдава, че фирми от отрасли, които са в стагнация, се ориентират към нови дейности, характерни за други отрасли, гарантиращи им в бъдеще високи печалби, т.е. реинвестирането на печалбите е насочено към финансиране развитието на нови отрасли. По такъв начин самофинансирането подпомага реализацията на инвестиции, независимо че част от финансовите ресурси е насочено към външно финансиране.

Въздействието върху обема на инвестициите чрез самофинансирането е по-ефективно от въздействието на пазара на капиталите, тъй като води до икономия на ресурси и до утвърждаване на икономическата независимост на фирмата. Въздействието на самофинансирането върху разпределението на инвестициите спомага за концентрация и насочване на финансови ресурси към рентабилни отрасли и дейности. Като цяло, самофинансирането е двигател на инвестиционната политика на фирмата, свързана както с вътрешното финансиране, така и с пласиране на капитали извън фирмата, т.е. инвестиране в ценни книжа, което може да донесе на фирмата допълнителна печалба.

III. Техники за външно финансиране на фирмата

1. Кратка характеристика на техниките за финансиране

Всяка фирма, независимо от правния ѝ статут, при разширяване на своята дейност, се нуждае от външно финансиране. Характерно е, че парите предоставени от чужди източници, са за временно ползване срещу заплащане на определена цена под формата на лихва.

Привлечените чужди капитали чрез кредитиране от търговските банки, фирми и физически лица, в зависимост от потребностите на фирмата, се използват за дългосрочно и краткосрочно финансиране. Чрез краткосрочните кредити се финансира потребността от оборотни акти-

ви, а дългосрочното кредитиране, най-често се осъществява чрез банкови кредити и с парите, получени от тях, се финансира покупката на дълготрайни активи и осъществяването на нови инвестиции.

Дългосрочните капитали във финансовата структура на фирмата определят нейната инвестиционна политика, като от съществено значение са облигационните заеми.

Използването на облигационен заем се налага при увеличаване на активността на фирмата, което изисква намирането на допълнителни дългосрочни капитали за осъществяване на нови инвестиции. Като заемна форма за привличане на дългосрочни капитали, тяхното сключване зависи от:

а) номиналният лихвен процент, регламентиран в облигационния договор;

Този процент може да бъде фиксиран или плаващ в зависимост от конюктурното развитие на икономиката.

б) търсенето и предлагането на капитали на финансовия пазар;

Зависи от степента на развитие на финансовия пазар в съответната държава.

в) срока на амортизиране (издължаване) на облигационния заем.

Издължаването на облигационния заем най-често става на анюитетни вноски в рамките на заемния срок. Допуска се и предварителното издължаване или конвертиране в нов облигационен заем с по-висок лихвен процент, ако тези възможности за предвидени в облигационния договор. Издължаването на облигационния заем е съобразено и с възможността облигациите да бъдат индексирани при необходимост в рамките на заемния срок. Чрез индексацията на облигациите се цели да се намалят негативните последици от инфлацията и да се сведе до минимум възможността от обезценка на парите.

Облигационният заем като форма на привличане на дългосрочни заемни капитали от финансовите пазари при осъществяването на нови инвестиции, изискващи по-големи капиталовложения, при някой от тях, има решаващо значение. Затова мениджърският състав на фирмата, която е емитирала облигационния заем, съобразява издължаването на заема с очакваната печалба от реализираните инвестиции. Издължаването на облигационния заем може да стане и чрез конверсия на облигации в акции, което води до увеличаване на капитала на фирмата и позволява на финансовото управление да насочи повече финансови ресурси за реализацията на инвестиционната си програма.

Лизингът е техника за финансиране, която дава възможност на фирмата да плаща само за срока на използване на определен актив. Тази техника за финансиране позволява на фирменото управление да получи и използва дълготрайни активи без да притежава големи по размер финансови ресурси.

Лизингът се определя като споразумение между страни (фирми) според което едната страна – лизингодателят предоставя правото на ползване на дадени дълготрайни активи на другата страна – лизингополучателя, срещу заплащане на определени по размери вноски за определен период от време, без да се сменя собствеността, ако това не е посочено в лизинговата сделка.

От определението става ясно, че обект на лизинговата сделка са дълготрайните материални активи, като срока на ползване е фиксиран в лизинговия договор. Сключването на лизингов договор не променя собствеността на дълготрайните активи, а регламентира правото на ползване на лизингополучателя, което става чрез плащане на лизингови вноски за периода на ползване. При някои лизингови договори съществува клауза, според която след изтичане на лизинговия период, собствеността върху ползания актив да може да бъде прехвърляна на лизингополучателя, т.е. лизингополучателят придобива реално право да закупи актива. В тази връзка лизингът бива финансов и оперативен.

При финансовия лизинг, лизингодателят прехвърля всички рискове и изгоди, произтичащи от собствеността на актива на лизингополучателя за периода на неговото ползване.

Финансовият лизинг се характеризира със следните особености:

- най-често собствеността върху актива се прехвърля при покупка от лизингополучателя по остатъчна стойност в края на лизинговия период;
- времетраенето на използване на актива, преди неговата покупка обхваща по-голяма част от лизинговия срок (най-малко 75%);
- само лизингополучателят може да ползва актива в рамките на срока, посочен в лизинговия договор;
- в случаите на неспазване на клаузите по лизинговия договор, в резултат на което е прекратен, произтичащите от това загуби се поемат от лизингополучателя.

Оперативният лизинг е техника за финансиране на актива, при която фирмата лизингополучател ползва актива под наем. При него след изтичане на срока, регламентиран в лизинговия договор, активът трябва да се върне на лизингодателя. За това оперативният лизинг се определя като договор за наем, при който лизингополучателят не може да стане собственик на наетия актив.

Оперативният лизинг има за цел задоволяване на определени потребности на лизингополучателя (фирма) за съответния период посочен в договора от малки по стойност дълготрайни активи, като тяхната поддръжка е за сметка на лизингодателя.

При финансовия лизинг, отговорността по поддръжката и експлоатацията на актива за периода на ползване, е изцяло за сметка на лизингополучателя, който начислява и амортизации за своя сметка.

От направената характеристика може да се каже, че лизингът е техника за финансиране на фирмата, която се явява специфична форма на инвестиране на капитали в малките и средни фирми. Чрез него се предоставят активи с право на ползване, а при определени лизингови договори се дава възможност след изтичане на определен период от време да бъдат закупени от фирмите. Дали, лизингът като техника за финансиране на актива ще бъде предпочетен от ръководството на фирмата зависи от размера на лизинговите вноски, върху които влияние оказва състоянието на лизинговия пазар, равнището на лихвения процент, данъчната система, допълнителните условия, заложиени в лизинговия договор.

Друга техника за финансиране на актива е факторингът. Той е форма на краткосрочно финансиране на фирмата и изпълнява следните функции:

- посредническа - свързана е със събиране на вземанията от фирмите купувачи;
- информационна и счетоводна - отчита и обработва информацията за сумите по задълженията;
- застрахователна и превантивна - анализира се риска от неплащане на задълженията от купувачите.

При факторинга фирмата продава своите вземания преди настъпване на техния падеж. Те се купуват от търговска банка или специализирана фирма за извършване на факторингова услуга. Фирмата, която продава вземанията си от клиентите на банката си осигурява не само краткосрочно финансиране, но и прехвърляне на риска по събиране на вземанията си. Малките и новосъздадени фирми предпочитат авансовия, безрегресен факторинг, при който банката или съответната финансова институция, наречена фактор, изкупува задълженията на фирмата и поема изцяло управлението по тяхното събиране.

В някои страни от Европейския съюз се използва форфетирането като техника за финансиране на фирмата. При нея фирмата - продавач продава стоката на кредит на фирмата - купувач и срещу извършената сделка получава ценна книга - менителница или запис на заповед, като плащането по тях е обезпечено от търговска банка с нанесен върху ценната книга авал (удостоверяващ поръчителството от банката). Фирмата-

продавач на стоката може по всяко време, при необходимост от ликвидни парични средства, да продаде ценната книга (менителница или запис на заповед) на банката (форфетър) и да получи дължимата сума, след приспадане на определен процент (сконто) в нейна полза.

Чрез използването на факторинг и форфетирането като техника за финансиране на фирмите се съдейства за намаляване на междуфирмената задлъжнялост, осигуряват се необходимите парични средства, увеличава се ликвидността и се стимулира бързото уреждане на търговските взаимоотношения между фирмите.

2. Сравнителен анализ на предимствата и недостатъците на самофинансирането и другите техники за финансиране на актива

Кратката характеристика на техниките за финансиране предполага да се изтъкнат техните предимства и недостатъци.

Самофинансирането е важно звено на финансовата политика на фирмата. Неговите мащаби в значителна степен предопределят позициите на фирмите на стоковите и финансови пазари, гарантирайки техния национален и международен авторитет. Самофинансирането е понятие, свързано с растежа на фирмата, т.е. с увеличаване на нейното богатство. Само в този аспект може да се прецени от фирменото управление до каква степен фирмата е в състояние със собствени ресурси да решава основните проблеми и задачи на своето развитие, свързани с непрекъснатото увеличаване на доходите и капитала.

Самофинансирането като техника за финансиране на фирмите има както глобални, така и локални измерения. Анализирани от позиция на националното стопанство, самофинансирането е явление, което показва посоките на движението на паричните потоци. То се явява „спасителен остров“ за фирмите, които нямат достъп до финансовия пазар и не могат да разчитат на външни източници за финансиране.

Самофинансирането е свързано с инвестиционната политика на фирмата. То се предопределя най-вече от величината на неразпределената печалба. Особено внимание заслужава мобилизирането на временно свободните парични ресурси и тяхното включване чрез самофинансирането в една обща инвестиционна програма. Въпросът, който стои за разрешаване пред мениджмънта на фирмите при определена степен на активност се свежда до това: какви инвестиции да бъдат финансирани чрез самофинансирането - дълготрайни, краткотрайни или когато пазарният лихвен процент трайно се задържа над процента на вътрешната рентабилност, да се насочат тези средства към външно финансиране на други фирми?

Самофинансирането предполага собствени ресурси, но не и влагането на тези ресурси в собствената фирма. Посоката на движението на паричните потоци в случая зависи от пазарния лихвен процент и от рентабилността на инвестициите.

Инвестирането извън дадена фирма по същество е инвестиране в ценни книжа. Формирането и рационалното управление на портфейла от ценни книжа може да донесе на фирмите повече ресурси при определено конюнктурно развитие на икономиката, отколкото вътрешното финансиране. При всички случаи ориентацията към формиране на портфейл от ценни книжа е следствие от солидните измерения на самофинансирането и предпоставка за реализация на основната цел на всяка фирма – растеж на нейната дейност и капитал.

Наред с изтъкнатите предимства на самофинансирането като техника за финансиране трябва да се има предвид и следните недостатъци:

- наличието на по-голям размер парични средства за самофинансиране може да доведе до негативни последици;

При намаляване активността на фирмата и увеличаване обема на инвестициите, това може да доведе до реализирането на инвестиции с ниска рентабилност, което в бъдеще ще рефлектира върху нейното финансово състояние.

- заниженият контрол на мениджърския състав при използването на вътрешните ресурси за постоянно самофинансиране на инвестиции във фирми от определени отрасли води до концентрация на капитал;

По такъв начин се създава дисбаланс в структурата на разпределението на инвестициите между отраслите на икономиката.

- увеличаването размера на неразпределяемата печалба води до намаляване на дивидентите, а от там и до понижаване курса на акциите;
- нарушеното съотношение в структурата на чистата печалба за сметка на самофинансирането влошава взаимоотношенията между мениджърския състав и акционерите, с което се ограничава възможността за допълнителни вноски от тях при необходимост.

Предимствата на облигационния заем като техника за финансиране актива на фирмата се свеждат до следното:

- в договора за облигационен заем освен индексацията на облигациите, съобразена с инфлацията и цените, може да съществува и клауза за тяхното съобразяване с измененията във величината на печалбата;

По такъв начин се засилва привлекателността на облигационния заем, тъй като се гарантира изплащане на допълнителна лихва, зависеща от реализираната печалба на фирмата, емитирала облигациите на финансовия пазар. Размерът на допълнителната лихва се определя от мениджърския състав, съобразно целите, които се преследват с облигационния заем.

- облигационният заем при определени условия позволява финансирането на фирмата да се осъществи чрез емисията на облигации, конвертируеми в акции;

Емисията на конвертируеми облигации позволява дългосрочно финансиране на фирмата с по-малко разходи, отколкото ползването на банков заем. Дава се възможност на притежателите на облигации в рамките на заемния период или да ги запазят до настъпване на падежа, или да ги трансформират в акции. При избор на получаване на акции, емисионната цена на конвертируемите облигации не може да бъде по-ниска от номиналната цена на акциите, които те ще получат.

- при някои облигационни заеми е възможно да се емитират облигации, които през периода на заема във всеки момент да могат да се разменят срещу акции.

При този облигационен заем се регулира изменението на капитала във финансовата структура на фирмата. Измененията във финансовата структура са съобразени с активността на фирмата. Това позволява да се избегне фиксираността на капитала във финансовата структура на фирмата, характерна за конвертируемите облигации в акции с разрешителен режим.

Недостатъците са следните:

- малките и средни фирми имат ограничени възможности за сключване на облигационни заеми;

По-голяма част от тези фирми не са познати на капиталовия пазар или не отговарят на изискванията за сключване на облигационен заем.

- съществува риск от непласиране на емитираните облигациите на финансовия пазар за новосъздадените фирми.

Те не са познати на инвеститорите и пласирането на облигациите изисква един по-продължителен срок от време.

При определени етапи от развитието на фирмата, мениджърският състав трябва да направи избор между лизинг и банков заем. Често предпочитанията към лизинга като техника за финансиране на активи пред банковия кредит се дължат поради следните причини:

- високо ликвидно обезпечение, което изискват търговските банки от новооткритите, малките и средни фирми;

При сключване на лизинговия договор не са необходими големи по размер финансови ресурси, както и обезпечението е незначително. Лизинговата вноска е фиксирана за срока на ползване на дълготрайния актив. Лихвеният процент при банковия кредит зависи от търсенето и предлагането и индекса на инфлацията за съответния кредитен период.

- размерът на кредита зависи както от финансовото състояние на фирмата, така и от структурата на активите и пасивите на банките;

Това не се отнася за лизинга. Като техника за финансиране, лизингът спомага развитието на малките и средни фирми и увеличава тяхната конкурентоспособност.

- банковият кредит се отпуска до определен процент от стойността на ипотекирания актив;

Това не се изисква при лизинга. Лизинговите вноски са по-малки и срокът за тяхното плащане е по-дълъг, отколкото при банковите кредити.

- лизингът увеличава покупателната способност на малките и средни фирми;

Фирмите получават дълготрайни активи без да е необходимо да заплатят цялата стойност при ниски първоначални вноски. На тяхно разположение остават повече финансови средства, които те най-често насочват за реализация на нови инвестиции, което спомага за бързото обновяване на морално и физически изхабените дълготрайни активи.

- малки първоначални разходи за парични средства, както и лихвата и разходите по обслужването са по-ниски от тези по банковите кредити.

Осигуряването на по-лесно и по-бързо обновяване на дълготрайните активи с нови, като промяната в структурата на дълготрайните активи най-често е свързана с ползването на данъчни облекчения.

Към *недостатъците* на лизинга се отнасят:

- подписването на лизинговия договор между лизингодателя и лизингополучателя предхожда доставката на актива при лизингополучателя, което при определена ситуация може да породя противоречия;
- при лизинговия договор, активът не сменя собственика и не може да бъде залаган като обезпечение от фирмата (лизингополучател) за получаване на кредит при необходимост;
- при просрочени лизингови вноски, фирмата лизингодател може да си вземе актива без изрични условия от страна на лизингополучателя;
- за лизингодателя съществува риск от обезценка на предоставените активи, както и невъзможността след изтичане на лизинговия договор, те да бъдат продадени по остатъчна стойност.

За повечето новооткритите фирми, банковото кредитиране е недостъпно поради следните причини:

- липса на достатъчно обезпечение на исканите кредити;

Това е причина, която лишава тези фирми от паричен ресурс, необходим за осъществяване на нови инвестиции, както и модернизиране на морално и физически остарели дълготрайни активи.

- показване в счетоводните отчети на някои фирми занижен размер на реализираната печалба с цел избягване на данъчното облагане;

Това не позволява на търговските банки да добият реална престава за тяхното действително финансово състояние.

- липса на експертни познания при изготвяне на бизнес плановете за развитието на фирмите;

Лизингът е техника за финансиране на актива на фирмата, която е алтернатива на банковото финансиране, но за разлика от банковия кредит, тя е по-достъпна и в повечето случаи по-изгодна за финансиране на фирмата.

Предимствата при използване на факторинга са:

- факторингът като техника за финансиране на актива позволява да се регулират паричните потоци от факторинговите фирми във връзка с погасяване на задълженията между фирмите;

За фирмата продавач на вземанията факторинговата услуга е начин за прехвърляне на риска по събиране на вземанията.

Чрез използването на тази техника за финансиране се увеличава ликвидността на фирмите и се прехвърля риска от забавяне на плащанията, а в някои случаи и загубата на капитал при трудно събираните вземания.

- намалява административните разходи по управлението на вземанията;

Усилията на мениджърския състав се насочват към управление на основната дейност на фирмата.

- подобрява финансовата дисциплина и подпомага развитието на търговските отношения между фирмите - свързано е с намаляване на междуфирмената задлъжнялост.

Недостатъците са:

- по-висок по размер процент, удържан при рисковите сделки от фактора (банка или друга финансова институция);
- по-високи изисквания от фактора (банка) при откупуване на вземанията по търговските кредити;

Като техника за финансиране на фирмите, факторингът спомага за развитието на икономиката на микро и макро равнище.

В зависимост от комбинирането на техниките за финансиране актива на фирмата могат да се използват следните подходи:

- Консервативен подход – във финансовата структура на фирмата преобладават собствените капитали. Преобладаваща част от реализираната печалба се реинвестира във фирмата. Определяща е ролята на самофинансирането. Дълготрайните активи и значителна част от краткотрайните активи се финансират за сметка на собствените капитали. Дългосрочната и краткосрочна задлъжнялост на фирмата е малка, а от там и рискът от недостиг на парични средства е минимален за фирмата. Този подход осигурява икономически растеж на фирмата до определена степен.
- Умерен подход – във финансовата структура преобладават постоянните капитали. Финансирането на дълготрайните активи и необходимия минимум от оборотни активи се финансира чрез собствени капитали и средносрочни и дългосрочни заеми. Временната необходимост от оборотни средства се финансира чрез краткосрочни кредити. Прилага се системно самофинансиране през определени периоди от календарната година. При осъществяване на инвестиционната програма на фирмата, финансовото управление се съобразява с принципа за минималното равновесие.
- Агресивен подход – във финансовата структура преобладават дългосрочните капитали, като съотношението между заети и собствени капитали в тяхната структура в повечето случаи е 50 % на 50 %. Чрез постоянните капитали се финансират дълготрайните активи и една малка част от минималния размер на краткотрайните активи. Краткотрайните активи и потребността от нови краткотрайни активи се финансират с краткосрочни кредити. При този подход реинвестираните средства чрез самофинансирането са насочени към реализацията на нови инвестиции. Активността на фирмата е висока и рискът от реализацията на нерентабилни инвестиции е доста голям. Често и принципът за финансовото равновесие е нарушен – краткосрочните кредити са по-големи от краткосрочните активи за сметка на отделените парични средства за инвестиции.
- Реалистичен подход – при него съотношението в капиталовата структура на фирмата между собствени и заети капитали е 60 % към 40 % в полза на собствените капитали. Осигурено е непрекъснато самофинансиране съобразно активността на фирмата. Оптималното разпределение на реализираната печалба на разпределяема и неразпределяема гарантира не са-

мо бързото икономическо развитие на фирмата, но и възможността тя да получава повече парични средства от външни източници.

От кратката характеристика на подходите за финансиране може да се направи извода, че собствените капитали има решаващо значение за изграждане на оптимална финансова структура на фирмата. На тази основа определящо е самофинансирането както при финансиране на актива, така и за изпълнението на инвестиционната програма на фирмата. Трябва да се има обаче предвид, че финансирането на актива на фирмата със собствени капитали може да стане до определена степен на икономически растеж, след което се налага да се използват външни източници на финансиране. От друга страна, всяка фирма независимо от нейното финансово състояние и авторитет на финансовия пазар формира определена граница на външно финансиране. Ако мениджърският състав желае да инвестира повече, той ще бъде принуден да прибегне до финансиране със собствени средства. При това положение границата между външното финансиране и финансирането със собствени средства варира според фирмата, т.е. според финансовото ѝ състояние, отраслова принадлежност и репутацията ѝ на финансовия пазар. Следователно мениджърският състав трябва да е наясно за максималната граница на външно финансиране, която не може да надвиши за периода.

На финансовия пазар всяка емисия на акции от фирми, които се котира на борсата, е ограничена от определен таван. Примерно не е възможно да бъдат емитирани десет нови акции за една стара акция. Броят на емисиите през даден период също е ограничен. Това се отнася и за емисиите на облигации. При тях ограничението на величината на възможните заеми е процентът на максималната задлъжнялост, предопределен от равновесието между собствените и заети капитали.

Използването и на банков кредит за финансиране на актива както в краткосрочна, така и в дългосрочна перспектива също трябва да бъде съобразено с размера на собствените капитали.

Освен границите, определени от максималния процент на задлъжнялост, свързани с банковата оценка на риска от загуба, „банковата конкуренция между търговските банки, опериращи на банковия пазар, величината на банките и мащабите на тяхната дейност, финансово-икономическата им устойчивост, структурата на банковата система, стремежа към иновации“⁴⁰, може да съществуват и граници, свързани с кредитната политика на държавата (провеждане на политика на кредитна рестрикция с цел ограничаване на инфлацията).

⁴⁰ Ненкова, Н. Към въпроса за банковата конкуренция. Годишник на департамент „Икономика“, НБУ. София, 2016, http://ebox.nbu.bg/ico16/view_lesson.php?id=3.

Когато възможностите за външно финансиране на фирмата са изчерпани, осъществяването на нови инвестиции се предопределя от самофинансирането.

* * *

В заключение може да се каже, че:

1. Финансирането със собствени капитали на фирмата гарантира нейния авторитет на капиталовия пазар, обезпечава нарастването на производството и паричните постъпления и е гаранция за реализация на инвестиционната ѝ политика.

2. Самофинансирането е тясно свързано с финансовата независимост и платежоспособност на фирмата - „показатели, без които не е възможно да се изгради оптимална пазарна стратегия на фирмата и завоюване на определено предимство пред конкурентите“⁴¹.

3. От съществено значение е да се определи оптимално съотношението между финансирането с вътрешни и външни ресурси, като се вземе предвид максималната граница на задлъжнялост и обстоятелството, че самофинансирането е единствената алтернатива за финансиране на нови инвестиции, когато фирмата не може да се финансира от външни източници.

Литература

Гъргаров, З. Икономика и пазар. Благоевград, 2009.

Гъргаров, З. и Н. Колев. Финанси и финансови отношения. София, 2018.

Гъргаров, З. и Н. Колев. Финанси и мениджмънт. София, 2019.

Матеев, М. Инвестиции и инвестиционен мениджмънт: теория и практика. София, 2013.

Ненков, В. Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1993.

Ненкова, Н. Към въпроса за банковата конкуренция. Годишник на департамент „Икономика“, НБУ. София, 2016.

Boulding, K. A Reconstruction of Economics. New York. 1950.

Buchanan, H. Theory and practice in dividend distribution. Quarterly Journal of Economics. Vol. 53. 1988.

Lambert, P. The Distribution and Redistribution of Income. Oxford, 1989.

Malisen, M. L'antofinancement de Societe en France et aux Etats – Unis. Paris. Dallor.1953

Ross, S., Westerfield, R. and B. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance. Boston, 1991.

⁴¹ Ненков, В. Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1993, стр. 10.