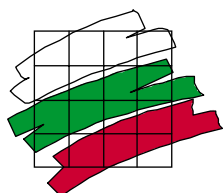


СЕРИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ

**БЮДЖЕТНИТЕ ОГРАНИЧЕНИЯ НА  
ФИРМИТЕ ПРЕЗ ПЕРИОДА 1996-1997 г.**

*Любомир Димитров*



**АГЕНЦИЯ ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ  
АНАЛИЗИ И ПРОГНОЗИ**

ул. „Аксаков“ 31, София 1000, България

---

© **Агенция за икономически анализи и прогнози 1999**

1000 София, ул. "Аксаков" №31

тел.: 980 04 84, 980 24 74

факс: 981 33 58, 980 93 22

e-mail: aecd@ttm.bg

*Всички права запазени.*

*Никакви части от тази публикация не могат да бъдат репродуцирани, съхранявани (запометявани) или разпространявани чрез електронни системи, фотокопиране или чрез други способи без предварителното изрично писмено съгласие на Агенцията за икономически анализи и прогнози.*

ISBN 954-567-034-7

*Изводите, интерпретациите и позициите изложени в това Икономическо изследване принадлежат изцяло на автора и не могат по никакъв начин да бъдат приписани на Агенцията за икономически анализи и прогнози.*

---

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

През 1996г. и началото на 1997г. България преживя остра икономическа и банкова криза, която предизвика рязко влошаване на всички макроикономически параметри. БВП спадна с около 10% през 1996г., ценовият индекс бързо се повиши и през първите два месеца на 1997г. българската икономика преживя хиперинфлационен шок. Реалните доходи драстично се свиха и средната работна заплата за страната бе около 5 пъти по-ниска в сравнение с нивата ѝ в началото на 1996г. Икономическите агенти изгубиха доверие в банковата система и националната валута и започнаха масово да изтеглят депозити от търговските банки. В резултат на това българският лев рязко се обезцени. Резервите на Българска народна банка (БНБ) в чужда валута паднаха до критични равнища.

Параметрите на икономическата криза от този период са сравними в много отношения с макроикономическите параметри на кризата от 1990г. в България, т.е. периода преди стартирането на стабилизационната програма. И двете икономически кризи бяха породени от липсата на пазарни принципи при функционирането на икономическата система - тази от 1990г. беше резултат от натрупани неравновесия през периода на централно планирана икономика, а кризата от 1996г. и началото на 1997г. беше породена от забавянето и дори спирането на процеса на реструктуриране на реалния и банковия сектор в икономиката.<sup>1</sup> Забавянето в трансформацията на икономиката беше свързано с липса на мащабна приватизация на държавния сектор; липса на важни за функционирането на пазарната икономика институции; институциите, които бяха учредени не действаха ефективно; съдебната система не прилагаше стриктно съществуващите нормативни разпоредби за събиране на дължимите вземания и процедурите на фалит; съществуващата нормативна уредба в тази област беше несъвършена. Следователно, кризата от 1996г. беше резултат от развитието на процеси, протичали в продължение на три-четири години.

Според много изследователи, в периода, предшестващ икономическата криза от 1996 - началото на 1997г., реалният сектор е функционирал в условия на меки бюджетни ограничения. Такива условия се създават по различни начини като например чрез осигуряване на кредити за фирми в тежко финансово състояние от държавния бюджет, търговските банки или други институции или увеличаване на данъчните задължения. Значението на бюджетните субсидии за осигуряване на меки бюджетни ограничения за фирмите в икономиките в преход веро-

---

<sup>1</sup> Тук и навсякъде след това „реален сектор“ означава съвкупността от нефинансови предприятия извън бюджетния сектор.

ятно е много по-малко, отколкото в периода на централно планиране, защото след 1990г. бюджетните субсидии са насочени към ценовото субсидиране на малък брой стоки и услуги като обществен транспорт, селско стопанство и енергетика, което е практика и на развитите пазарни икономики.

Банковата криза и високият бюджетен дефицит от 1996г. също бяха породени от липсата на институционални и нормативни реформи в икономиката. Най-големите частни търговски банки (Първа частна банка и ТСБанка), както и някои от най-големите държавни търговски банки (Минералбанк, Стопанска банка и Балканбанк) бяха закрити през 1996г. Фалитът на последните до голяма степен се дължеше на наследени проблеми от периода на централно планираната икономика, докато фалитът на частните банкови институции се дължеше на агресивната им кредитна политика и отпускането на необезпечени кредити. Може да се счита, че търговските банки са били използвани от държавата като основен инструмент за осигуряването на меки бюджетни ограничения за някои фирми.

До 1997г. правителствата се стремяха да спасят или поне да отложат фалита на някои големи предприятия. С тази цел те трансформираха редица квази-бюджетни дефицити в дефицити на държавния бюджет.<sup>2</sup> Това предизвика рязко нарастване на бюджетния дефицит, което бе финансирано чрез печатането на нови пари.

Основната цел на настоящето изследване е да проследи финансовите потоци вътре в реалния сектор, както и между реалния сектор и другите сектори на икономическата система, за да се направи оценка дали реалният сектор е функционирал в условия на меки бюджетни ограничения през разглеждания период. Ако това се окаже вярно, ще се проследят механизмите, чрез които това се е осъществявало. Така може да се направи извода дали реалният сектор е допринесъл за изострянето на кризата през 1996г. или това се е дължало на натрупване на проблеми от предходни години.

Във втората част се описва използваната методология и характера на данните. В част трета се разглежда финансовия поток в самия реален сектор, т.е. т. нар. търговски кредит и просрочените задължения към доставчиците. В част четвърта се разглеждат финансовите потоци между реалния сектор и държавния бюджет. В част пета се разглеждат финансовите потоци между реалния сектор и банковата система. В част шеста се дискутира проблема дали фирмите в България са могли да постигнат оптимална структура на своя капитал. В част седма се обобщават заключенията от предходния анализ. □

---

<sup>2</sup> *Могат да бъдат посочени редица примери за това, като един от тях е ангажиментът за пълна държавна гаранция върху депозитите на физически лица в търговските банки, за които е открита процедура за банкрут. Тази законова разпоредба бе отменена през 1997г.*

Основната част от анализа в настоящето изследване се базира на данни от годишните баланси и отчета за приходите и разходите на:

- 9596 обществени фирми за 1995г. и 1996г.,
- 32751 частни фирми за 1996г.,
- 44469 фирми за 1997г.

Като се има пред вид броя на регистрираните фирми в страната, както и тяхното разпределение по видове собственост, може да се предположи, че държавните фирми са обхванати почти изцяло в настоящия анализ. Трудно е да се прецени какъв е обхватът на частните фирми, тъй като не е ясно каква част от регистрираните в БУЛСТАТ фирми функционират в действителност, но може да се допусне, че обхватът на този дял от реалния сектор е между 10 и 15%. Средните и големи фирми както от обществения, така и от частния сектор на икономиката, вероятно са обхванати изцяло в анализа, а необхванатите частни фирми са почти изцяло малки по размер. С голямо ниво на сигурност може да се допусне, че тези фирми, които са останали извън анализирания извадки, са функционирали в условия на твърди бюджетни ограничения. Следователно, те едва ли са имали отношение към основните проблеми, поставени за разглеждане.

Законодателните изисквания за ползване на статистическата информация наложили някои ограничения на анализа. Така например, в част 6 не можахме да бъдем конструирани променливи за две последователни години, необходими за регресионния анализ на частните фирми, което наложи необходимостта от предварителни допускания още преди началото на самия анализ.

В отделни части на изследването е ползвана и друга информация - от НСИ (относно БВП), от Министерство на финансите (относно изпълнението на държавния бюджет), както и от други източници.

В някои части на анализа са изследвани номиналните изменения на финансовите потоци между реалния сектор и останалите части на икономическата система, какъвто е например случаят в част 5, където е анализирано номиналното финансиране на фирмите от страна на търговските банки. В повечето случаи обаче е анализирано изменението и посоката на финансовите потоци между реалния сектор и останалите части на икономиката в съпоставими цени, т.е. техните реални величини. Там, където съответните показатели представляват остатъци към даден момент (във всички случаи този момент е края на дадена година), номиналните величини са дефлирани с индекса на цените на производител към края на годината (PPI December - December). Когато съответните величини представляват потоци, натрупани

през даден период (във всички случаи периодът е дадена година), съответните номинални величини бяха дефлирани със средногодишния индекс на цените на производител за съответната година. Изключително високата динамика на цените през анализирания период затрудни до голяма степен анализа на резултатите от изследването. □

### 3. ТЪРГОВСКИ КРЕДИТ И МЕЖДУФИРМЕНИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ

Съществуват различни мнения относно характера на търговския кредит в икономиките в преход. Някои изследователи твърдят, че неговата величина, както и на просрочията по него е твърде голяма в тези икономики. Поради това търговският кредит може да бъде разглеждан като източник за осигуряване на меки бюджетни ограничения за фирмите.<sup>3</sup>

Други изследователи поддържат обратната теза, че доставчиците поставят клиентите си в условия на твърди бюджетни ограничения, дори и в трансформиращите се икономики. Според тях величината на търговския кредит в тези страни не е по-голям от величината му в развитите пазарни икономики, както и величината на просрочените плащания към доставчиците.<sup>4</sup>

**Таблица 3.1**

**Търговски кредит в някои страни от ОИСР и страни  
в преход към пазарна икономика<sup>5</sup>**

<b>Страна</b>	<b>Година</b>	<b>Търговски кредит (% от анюализиран БВП)</b>
Чехия	1994	49
Унгария	1993	24
Казахстан	1996	25
Полша	1995	15
Русия	1996	27
Финландия	1990	20
Франция	1990	38
Швеция	1990	21
Великобритания	1990	20
<b>България</b>	<b>1995</b>	<b>14</b>
<b>България</b>	<b>1996</b>	<b>22</b>
<b>България</b>	<b>1997</b>	<b>19</b>

**Източник:** Schaffer, (1997), НСИ

<sup>3</sup> Вж. Kormai (1993).

<sup>4</sup> За повече подробности вж. Schaffer (1997).

<sup>5</sup> Като процент от величината на БВП, приведена в цени към края на съответната година. За България данните са приведени към цени от края на 1994г.

В развитите пазарни икономики е обичайно доставчиците да увеличават своя търговски кредит към своите клиенти вместо да изискват авансовото им заплащане. В България обаче, правата на кредитора (търговска банка, доставчик и пр.) не са защитени по най-добрия начин от търговското законодателство, така че българските фирми са много предпазливи в увеличаването на търговския кредит към своите купувачи.

Данните от таблица 3.1 показват, че нивото на търговския кредит (като процент от БВП) през разглеждания период е бил около нивата на търговския кредит в други страни в преход, както и в страни с развита пазарна икономика. Нарастването му през 1996г. с 8 процентни пункта се дължи преди всичко на колапса на банковата система в края на годината, поради което почти цялата разплащателна система беше блокирана. Това безспорно е затруднило нормалното разплащане между фирмите, което е породило и нарастването на търговския кредит. Също така трябва да се има пред вид, че това беше периодът на най-остра икономическа криза и по-голямата част от фирмите бяха намалили до минимум своята дейност. Това също може да е допринесло за влошаване на обслужването на техните задължения към кредиторите.

Също така трябва да се отбележи, че съществуващият търговски кредит е силно концентриран в малък брой фирми. През 1996г. десетте фирми с най-голямо количество вземания от доставчици са съсредоточили около 48% от вземанията от доставчици на фирмите от извадката.<sup>6</sup> По-голямата част от тези фирми, които са отпуснали най-големи търговски кредити на клиентите си са от отраслите търговия на едро и строителство. И в двата случая относително високите вземания от клиентите изглеждат обусловени от характера на дейността на тези фирми. През 1997г. се наблюдава известна деконцентрация на търговския кредит на фирмите. От една страна, намалява дялът на фирмите, които нямат каквито и да са вземания от клиенти. Вероятно това се дължи донякъде на по-голямата прогнозируемост на макросредата в България и относително по-добрата разплащателна система, а от друга страна, десетте фирми с най-големи вземания от клиентите са съсредоточили само около 35% от вземанията по продажби на фирмите от извадката.

Все пак, трябва да се отбележи, че през 1997г. отново се наблюдава намаляване на отношението на търговския кредит към величината на БВП. То е достигнало равнища, съпоставими с други напълно развити пазарни икономики.

---

<sup>6</sup> *Може би няма да бъде излишно да припомним, че общият брой на фирмите от извадката е над 44 хиляди или 0.02% от фирмите са държали около половината от вземанията от доставчиците. Очевидно е, че останалите или не са давали търговски кредит на клиентите си (около 60% от фирмите в извадката през 1996г. и около 50% през 1997г.) или количеството на отпуснатия кредит е било в рамките на нормалната практика на отношенията между купувач и доставчик.*



Реалната величина на търговския кредит (дефлирана с PPI end of period) в края на 1997г. е намаляла с над 11.8% спрямо края на 1996г. - повече, отколкото е реалният спад на произведенения БВП през 1997г.

Търговският кредит през 1995г. съответства на среден период на плащане на доставките от около 1.25 месеца. През 1996г. забавянето на плащанията към доставчиците от страна на фирмите в извадката слабо нараства до около 1.3 месеца, но през 1997г., когато банковата криза от 1996г. отшумя и разплащателната система отново заработи, средното забавяне на плащанията на фирмите от извадката отново намаля и достигна нивото от 1.06 месеца. Подобно забавяне на плащанията е обичайна практика в други страни и обикновено се регламентира в договорните отношения между фирмите. Дори ако обичайният срок на отложеното плащане да е бил по-малък (да речем 1 месец), вероятно част от фирмите са забавяли с още около 1-2 месеца дължимите заплащания, но все пак са плащали.

Дори и в случаите, когато може да се смята, че фирмите са осигурявали меки бюджетни ограничения за клиентите си, причината за това е била по-скоро в правителството, а не в конкретните фирми. Правителството пряко или непряко толерираше забавянето на плащанията на доставки на газ, нефтопродукти, въглища, електроенергия, топлоенергия и др. и това беше възможно, тъй като почти всички фирми-производителки и доставчици на тези стоки и услуги са държавни, при това държавни монополи. Подобни облекчения са насочени главно към други държавни фирми във финансова криза и обичайният мотив е, че тези предприятия са твърде важни за българската икономика. Така правителството се опитваше да спаси хроничните губещи предприятия чрез други икономически агенти, вместо да приложи други мерки, като например приватизация, ликвидация или премахване на ценовия контрол на техните продукти.

*Защо българските фирми не са склонни да увеличават търговския си кредит към своите клиенти, което е обичайна практика в развитите пазарни икономики? На първо място трябва да се отбележи, че търговското законодателство в България все още не функционира ефективно и не защитава правата на кредиторите при събирането на техните вземания от длъжниците. Това безспорно намалява склонността на всички икономически агенти в страната, в случая доставчиците, да отпускат кредитен ресурс под каквато и да е форма. На второ място, голяма част от българските фирми са ниско ликвидни, което ограничава техните възможности да разширяват обема на търговския кредит към своите клиенти. До известна степен ниската кредитна активност на търговските банки и ниската ликвидност на нефинансовите фирми в България са взаимносвързани проблеми и заедно намаляват възможността на българския реален сектор за по-голям икономически растеж.*

Към проблема за задълженията към доставчиците може да се добавят и задълженията към персонала. В края на 1996г. тези задължения са намалели с 24.4% спрямо края на 1995г., като по сектори изменението на този показател е съответно - за обществените фирми намаление с 29.1% и за частните фирми - с 16.8%<sup>7</sup>. Това се дължи по-скоро на резкия спад на реалните доходи в края на 1996г., отколкото на по-навременното плащане на работните заплати. Обществените фирми са използвали в по-голяма степен този източник на финансиране на дейността си, отколкото частните фирми. В края на 1996г. около 63% от обществените фирми са забавили плащането на работните заплати с повече от 1 месец и те обхващат около 97% от задълженията към персонала в обществения реален сектор. В същото време само около 26% от частните фирми са забавили плащанията на работните заплати с повече от 1 месец и те обхващат около 91% от задълженията към персонала в този сектор.

В края на 1997г. задълженията към персонала са нараснали с 5% спрямо края на 1996г. (дефлирани с PPI end of period), което означава, че фирмите са използвали в по-голяма степен, отколкото през 1996г., този източник на финансиране на дейността си. Изменението на задълженията към персонала през 1997г. не може да се изследва по сектори, тъй като през този период се наблюдаваше относително голямо преструктуриране на собствеността на активите и има значителна несъпоставимост между извадките на фирмите по вид на собствеността. □

---

<sup>7</sup> Дефлирани с PPI end of period.

#### 4. ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ МЕЖДУ РЕАЛНИЯ СЕКТОР И ДЪРЖАВНИЯ БЮДЖЕТ

##### **Бюджетни субсидии<sup>8</sup>**

Финансовите потоци между реалния сектор и държавния бюджет включват бюджетните субсидии от държавния бюджет към фирмите и платените данъци от фирмите към държавния бюджет. Държавният бюджет може също така да отпусне временна финансова помощ на някои фирми, което може да се разглежда като форма на кредитиране на реалния сектор от страна на правителството при твърде изгодни условия за фирмите. Ако тази временна финансова помощ не бъде изисквана в предвидените срокове от държавните органи тя може да придобие характер на субсидия вместо на кредит. За съжаление информацията относно временната финансова помощ от държавния бюджет към фирмите е недостатъчна, за да се коментира по-подробно нейния характер. Според данните от балансите на държавните фирми, отпуснатата държавна помощ от държавния бюджет през 1996г. е около 13% от общата сума на отпуснатите субсидии, а през 1997г. стойността на това отношение намалява до 10.5%, което е около 0.1% от БВП и за двете години. По нататък тази част от финансовия поток от държавния бюджет към фирмите няма да бъде разглеждана.

Нивото на бюджетните субсидии спрямо произведенния БВП значително намаля след началото на прехода към пазарна икономика в сравнение с годините на централно планирана икономика. При предишната икономическа система почти всички цени бяха административно определяни, а бюджетните субсидии бяха един от основните инструменти, чрез които ценовата система трябваше да изпълнява своите „социални“ функции.

Една от първите мерки, предприети от правителството в самото начало на прехода към пазарноориентирана икономика, беше радикалната либерализация на цените. По този начин правителството успя значително да намали необходимостта от бюджетни средства за ценово субсидиране на определени стоки и услуги. След 1994г. започна постепенно да се увеличава обхвата на стоките и услугите, чиито цени бяха обект на административно регулиране.<sup>9</sup> Въпреки този процес обаче, величината на бюджетните субсидии като дял от БВП продължи да намалява до 1997г. Това се дължеше основно на две причини:

---

<sup>8</sup> В анализа се разглеждат единствено бюджетните субсидии към нефинансовите стопански предприятия. От тях са изключени субсидиите за издръжка на министерства, училища, здравни заведения и други структури, които са на бюджетна издръжка.

<sup>9</sup> За повече подробности относно процеса на увеличаване на обхвата на администриране на цените вж. годишните обзори на АИПР за 1994г. и 1995г., както и Петрова, Стоянова и Георгиев (1996г.).

- Поради голямата тежест на плащанията по държавния дълг всички останали плащания трябваше максимално да бъдат намалени. Освен това, през 1996г. правителството предприе някои действия, които рязко повишиха бюджетните разходи, а оттук - и бюджетния дефицит (например провалилата се програма за оздравяването на банковата система и пълното гарантиране на депозитите на физическите лица в банките, за които е открита процедура на фалит). Това още повече намали възможностите за увеличаване на всички останали нелихвени разходи на държавния бюджет.
- Правителството се стремеше да сключи споразумение с международните финансови институции, с които да финансира обслужването на външния дълг на страната. Тези институции поставяха като основно изискване намаляването на бюджетните разходи и по-специално на бюджетните субсидии.

Таблица 4.1

**Бюджетни разходи и субсидии (като % от БВП)**

<b>Година</b>	<b>Бюджетни разходи</b>	<b>Бюджетни субсидии</b>
<b>1989</b>	58.5	15.5
<b>1991</b>	54.7	4.0
<b>1992</b>	46.0	1.8
<b>1993</b>	50.3	2.2
<b>1994</b>	47.6	1.4
<b>1995</b>	42.9	1.1
<b>1996</b>	43.6	0.8
<b>1997</b>	39.4	1.1

Източник: НСИ, МФ

Нарастването на бюджетните субсидии като дял от БВП през 1997г. се дължи най-вече на намаляването на величината на последния показател. Все пак трябва да се има пред вид, че субсидиите към нефинансовите предприятия са нараснали и в реално изражение през 1997г. с около 77% (дефлирани със средногодишен индекс на цени на производител). Така те са надхвърлили дори нивото си от 1995г. (в постоянни цени) с около 18%. Ако използваме данните за бюджетните субсидии от балансите на фирмите, то тяхното ниво също така е нараснало през 1997г. спрямо предходната година, но само с 39% (в постоянни цени). През 1996г. финансовият поток от държавния бюджет към фирмите е намалял чувствително в реално изражение, но през 1997г. той отново е нараснал и е възстановил равнището си от периода, предшествал икономическата криза от 1997г.

Извършените през разглеждания период бюджетни субсидии са свързани предимно с определени отрасли и дейности като железопътния и градски транспорт, енергийния сектор (производството на топлоенергия и минна промишленост), някои форми на общественото хранене и др. Може да се счита, че почти всички останали дейности извън сферата на здравеопазването, образованието и държавното управление не са били подпомагани чрез държавно субсидиране. През периода 1992-1996г. около 90% от всички бюджетни субсидии са насочени към промишлеността (енергийния сектор) и транспорта. Значителното съкращаване на субсидиите към промишлеността през 1996г. се дължи на изваждането на електроенергията от обхвата на ценово субсидираните услуги. Това беше едно от изискванията на Световната банка за отпускане на кредит за правителството. От 1995г. се наблюдава и възстановяването на бюджетното субсидиране на някои пощенски и телеграфни услуги. Всичко това отразява опитите за възстановяването на намесата в ценообразуването на тогавашното правителство. Според предварителните данни на НСИ за БВП през 1997г. над половината от субсидиите са били насочени към транспорта и съобщенията и около 39% към отделни отрасли на промишлеността.

Таблица 4.2

**Разпределение на бюджетните субсидии по отрасли (% от общата им сума)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>10</sup>
<b>Промисленост</b>	93.6	38.0	52.4	44.5	47.7	37.3	38.4
<b>Строителство</b>	0.0	4.0	2.6	0.0	4.6	3.6	3.9
<b>Транспорт и съобщения</b>	1.5	49.6	39.7	46.5	41.1	50.8	53.4
<b>Търговия</b>	4.8	8.1	3.6	7.7	5.9	5.9	3.1
<b>Други</b>	0.0	0.3	1.7	1.2	0.8	2.4	1.3
<b>Общо</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

**Източник:** НСИ

Нивото на бюджетните субсидии е било около 1% от БДС през 1995-1997г. Това ниво е сравнимо с нивото на бюджетните субсидии в останалите страни в преход, а дори и в страните от Европейската общност. Може да се счита, че бюджетните субсидии не са били механизъм, чрез който да са били осигурявани меки бюджетни ограничения за преобладаващата част от реалния сектор. Те са били концентрирани в малък брой обществени фирми.

<sup>10</sup> За 1997г. данните са предварителни.

**Разпределение на бюджетните субсидии и приходите от дейността на фирмите според дела на бюджетните субсидии в общия обем на приходите от основна дейност (%)**

Субсидии/ Приходи (%)	1995			1996			1997		
	Брой фирми	Приходи	Субсидии	Брой фирми	Приходи	Субсидии	Брой фирми	Приходи	Субсидии
<b>0</b>	89.4	85.1	0.0	73.0	79.5	0.0	90.6	78.6	0.0
<b>0 - 1</b>	6.7	13.3	10.7	6.1	14.4	1.6	3.4	15.5	0.4
<b>1 - 5</b>	2.9	0.8	10.7	14.8	2.6	8.7	1.8	1.0	3.3
<b>5 - 25</b>	0.7	0.6	37.7	5.4	2.8	40.2	3.0	4.0	47.9
<b>&gt; 25</b>	0.3	0.2	40.9	0.7	0.7	49.5	1.2	0.9	48.4
<b>Всички фирми</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

*Източник: НСИ*

Таблица 4.3 представя разпределението на фирмите според дела на бюджетните субсидии в общия обем на техните приходи. Включени са само обществени фирми, с преобладаващо участие на държавата или общините в техния капитал, тъй като обемът на бюджетните субсидии към частните фирми е незначителен - съответно около 0.9% и около 0.5% от всички бюджетни субсидии през 1996г. и 1997г.

Над 90% от обществените фирми практически не са получавали бюджетни субсидии (бюджетните субсидии са били по-малко от 1% от техните приходи). Тези фирми са реализирали около 95% от приходите на обществените фирми от извадката. В същото време фирмите, които са получили около 90% от всички субсидии през 1996г., са едва 6% от обществените фирми в извадката през 1996г. и около 4% от фирмите в извадката през 1997г. и са реализирали по-малко от 5% от приходите от продажби. Ако се добавят и частните фирми, делът на субсидираните фирми ще стане почти незначителен.

Трябва да се отбележи, че през 1996г. делът на обществените фирми, които са получили бюджетни субсидии, по-големи от 1% от техните приходи, нараства в сравнение с 1995г. Вероятно това отразява нарастването на обхвата на ценовото регулиране през 1996г., а една от първите стъпки на новото правителство от 1997г. беше отново да либерализира ценообразуването в повечето от стоките и услугите, където то беше обект на някаква форма на нормативно регулиране.

Таблица 4.4

**Концентрация на бюджетните субсидии във фирмите, получили най-големи субсидии през съответната година (% от общо отпуснатите бюджетни субсидии)**

	1995		1996		1997	
	субсидии	приходи	субсидии	приходи	субсидии	приходи
<b>5 фирми с най-много субсидии</b>	61.1	0.6	56.9	1.8	67.0	3.0
<b>10 фирми с най-много субсидии</b>	67.9	4.3	68.5	2.4	77.2	3.7
<b>25 фирми с най-много субсидии</b>	79.7	4.7	78.6	3.0	87.8	4.8
<b>50 фирми с най-много субсидии</b>	87.6	10.5	82.3	3.2	92.7	5.3
<b>100 фирми с най-много субсидии</b>	92.7	11.3	86.5	5.2	96.8	5.7

**Източник:** НСИ

Концентрацията на бюджетните субсидии се проявява още по-добре в таблица 4.4. Според нея, през 1996г. 5-те фирми с най-голям обем на бюджетни субсидии са ползвали 56.9% от общия им обем, а 50-те фирми с най-голямо бюджетно финансиране - над 80%. В същото време обемът на реализираните от тях приходи са съответно около 2 и около 3% от общите приходи на обществените фирми. През 1997г. техният дял в субсидиите, ползвани от фирмите в извадката, нараства с около 10 процентни пункта и в двата случая, докато дялът им в общите приходи е нараснал между 1 и 2 процентни пункта. Тази динамика се дължи на приватизирането на част от държавните фирми през 1997г., което увеличава тежестта на всяка една от останалите фирми в извадката.

Най-големите субсидии са насочени най-вече към транспорта и производството на топло- и електроенергия. Сред 25-те фирми, ползвали най-големи субсидии през разглеждания период, осем от тях са от транспорта (железопътен и градски), а 12 са за производство на топло- и електроенергия.

Данните за бюджетните субсидии в българската икономика през разглеждания период, тяхната концентрация и отраслева насоченост, до голяма степен се покриват с данните за страни, които са сред водещите в прехода си от централно планирана към пазарна икономика.<sup>11</sup> Бюджетните субсидии, които все още са били отпускани в Чехия, Полша, Унгария, Словакия (страните от Вишеградската група) през 1992 - 1993г. са резултат от запазената обхват на контролиране на цените и са ориентирани към ограничен кръг от дейности, какъвто е и случая с българската икономика. Още през този период (на вто-

<sup>11</sup> За по-подробен анализ вж. Schaffer, Mark - „Government Subsidies to Enterprises in Central and Eastern Europe Budgetary Subsidies and Tax Arrears“ в „Tax and Benefit Reform in Central and Eastern Europe“ David M. G. Newbery (ed.), Centre for Economic Policy Research, 1995, pp. 115-144.

рата година от прехода) основната част от тяхната икономика не е била обект на бюджетно субсидиране. В Полша и Чехия фирмите, в които бюджетните субсидии съставляват по-малко от 1% от техните приходи през 1991 - 1992г., са около 95% от всички промишлени фирми, което показва, че промишленият сектор в тези страни е бил в по-голяма степен либерализиран, отколкото в България три-четири години по-късно. В същото време степента на концентрация на бюджетните субсидии е била по-малка, отколкото в България. Двадесет и петте фирми, получили най-големи субсидии в Полша през 1991г., са отговорили за 52% от общия обем на отпуснатите бюджетни субсидии, докато в Чехия през 1992г. този дял е по-висок - около 61%. В България 25-те фирми, получили най-големи субсидии през периода 1995-1997г., са получили между 80 и 88% от общо изплатените субсидии. Следователно, в България е относително голям броят на фирмите, които получават относително малки субсидии (съпоставени с общия обем на техните приходи).

### ***Данъци и данъчни задължения***

Според данните от Министерството на финансите за изпълнението на гържавния бюджет през 1996г. данъчните приходи са намалели спрямо 1995г. с около 21% в постоянни цени (дефлирани със средногодишния PPI). Този спад е значително по-голям от спада на икономическата активност в страната, измерен чрез намалението на реалния БВП. Икономическата криза е един от основните фактори, повлияли за намалението на данъчните приходи, но очевидно е, че събираемостта на данъчните задължения също така се е влошила. Като пример, както частните, така и обществените фирми са повишили своя положителен финансов резултат през 1996г. спрямо 1995г. в постоянни цени, докато приходите от данък върху печалбата от нефинансовите предприятия е намалял с около 9% в реално изражение. Намалението на приходите от ДДС, акцизи и пр. също е по-голямо от намалението на реалния БВП, което означава, че понижената икономическа активност не е била единствената причина за спада на реалните данъчни приходи в гържавния бюджет през 1996г. Още през следващата година се наблюдава нарастване на реалните данъчни приходи с над 10%, въпреки че през 1997г. отново бе отбелязан спад в произведенния БВП. Нарастването на приходите от данък печалба от нефинансовите предприятия в постоянни цени надхвърли 35%. Вероятно през 1997г. се е подобрила данъчната събираемост спрямо предходната година, което е повлияно както от макроикономическата стабилизация в страната, така и от решаването на политическата криза.



Таблица 4.5

*Отношение между данъчните задължения, включително към НОИ, на нефинансовите фирми и БВП (по цени декември 1994г.)*

	1995	1996	1997
Данъчни задължения/БВП, (%)	11.5	8.4	6.7

*Източник: НСИ, АИАП*

До известна степен измененията в данъчните постъпления в постоянни цени са се дължали и на ценовата динамика, особено през втората половина на 1996г. и първите месеци на 1997г. Ако проследим динамиката на данъчните задължения на нефинансовите фирми като отношение към БВП, ще отбележим, че през периода 1995 - 1997г. това отношение постоянно намалява. Ако допуснем, че нивото на данъчните задължения към БВП е било около 0% в края на периода на функциониране на централно планираната икономика (края на 1989г.), ще изчислим, че през 1990-1995г. ежегодно се е наблюдавал финансов поток от държавния бюджет към фирмите от около 2% от БВП. Това означава, че финансовият поток, дължащ се на увеличаването на данъчните задължения, е бил приблизително равен на този от държавния бюджет към фирмите, дължащ се на преки бюджетни субсидии. Голяма част от данъчните задължения на фирмите също могат да се третират като субсидии (особено тези на обществените фирми), тъй като е много вероятно те да не бъдат платени в пълна степен. Не е изключено в много от случаите (особено при приватизация на фирми, където инвеститорският интерес е относително малък) задълженията към държавния бюджет да бъдат изцяло опростени. Данъчните постъпления от начислени данъци през предходни години са били около 30% от данъчните задължения на фирмите в края на 1995г., а през 1996г. този дял е намалял до 11%. През следващата 1997г. обаче, финансовият поток от държавния бюджет към нефинансовите фирми е бил с отрицателна стойност (в реална стойност), което може би се е дължало на подобрена данъчна събираемост след излизането от икономическата и политическа криза в страната. През 1997г. данъчните задължения на фирмите (включително към НОИ) са намалели (в постоянни цени) и към края на 1997г. те са били с 12.3% по-малко, отколкото в края на 1996г., дефлирани с PPI-end-of-period.

Проблемът за данъчните задължения на фирмите е един от най-важните за икономиките в преход. Според Шафър,<sup>12</sup> в бързо реформиращите се страни от

<sup>12</sup> Schaffer, Mark „Do Firms in Transition Economies Have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence“, 1997.

ЦИЕ данъчните задължения на фирмите са основният начин за разхлабване на бюджетните рестрикции и един от основните - в по-бавно трансформиращите се икономики. Данъчните задължения включват само начислените и известни на данъчните власти данъчни плащания, които не са постъпили в държавния бюджет. В случая не става въпрос за укриването на данъци. Проблемът, свързан с укриването на данъци, е възможността на данъчната администрация да ги идентифицира, докато проблемът, свързан с данъчните задължения на фирмите е събирането на вече отчетени и известни на данъчните власти вземания. Това показва възможността на данъчните органи да изпълняват своите основни задачи по най-добър начин.

Таблица 4.6

*Приходи от данъци и данъчни задължения (към края на периода)*

	<i>Данъчни приходи</i>		<i>Данъчни задължения (само за обществените фирми)</i>	
	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
<i>Данък върху печалбата от нефинансови институции</i>	<i>11.5</i>	<i>13.3</i>	<i>12.7</i>	<i>9.0</i>
<i>Данък върху добавената стойност</i>	<i>22.9</i>	<i>25.0</i>	<i>18.1</i>	<i>31.2</i>
<i>Акцизи</i>	<i>9.0</i>	<i>5.6</i>	<i>11.9</i>	<i>19.6</i>
<i>Вноски за обществено осигуряване</i>	<i>27.3</i>	<i>26.8</i>	<i>16.3</i>	<i>12.1</i>
<i>Други данъци</i>	<i>29.3</i>	<i>29.3</i>	<i>41.0</i>	<i>28.0</i>

Източник: НСИ, МФ, АИАП

Таблица 4.6 показва разпределението на данъчните задължения на фирмите през 1996 и 1997г. (само за обществените фирми), както и разпределението на данъчните приходи в държавния бюджет по вид на данъците за същия период. Постъпленията от ДДС и ДОО са били най-важните данъчни източници за изпълнението на приходната част на консолидирания държавен бюджет. Те са представлявали над 50% от всички данъчни постъпления през 1996г. и над 43% към края на 1997г. През 1996г. дялът на приходите от ДДС е нараснал спрямо предходните години, което се дължи на покачването на неговата ставка. През 1997г. неговата важност в общата структура на данъчните постъпления е продължила да нараства, което вероятно се дължи на ценовата динамика от началото на съответната година. Следващата по важност група от данъци за изпълнението на държавния бюджет са ДОД и данък върху печалбата.

Данните от таблицата показват, че вариацията между отделните видове данъчни задължения е по-малка от вариацията между приходите от отделните данъци на държавния бюджет. Към края на 1996г. задълженията към НОИ и по ДДС са сред най-големите, докато към края на годината най-висок относителен дял имат задълженията по ДДС и акцизи. Динамиката на задълженията по тези два данъка се дължи както на по-високото ценово равнище в

края на 1997г. спрямо края на 1996г., така и на значително по-високото вътрешно потребление през този период. Така, при равни други условия, дължимите данъци по ДДС и акцизи биха били по-високи, поради законово разрешените срокове на издължаване на тези плащания към държавния бюджет. Трябва да се има пред вид и забавянето на възстановяването на сумите по ДДС от страна на държавния бюджет към фирмите. Вероятно част от тях се стремят да компенсират сумите, които бюджетът е забавил да им възстанови със съответно нарастване на данъчното задължение по ДДС. Задълженията по данъка върху печалбата са наг 12% от общите данъчни задължения на фирмите към края на 1996г., докато към края на 1997г. техният дял в общите данъчни задължения на фирмите е намалял до 9%.

Таблица 4.7 показва разпределението на фирмите, техните активи и данъчни задължения (включително към НОИ) според тяхната рентабилност, измерена като отношение между техния финансов резултат след данъчно облагане и приходите от основна дейност.

Таблица 4.7

**Разпределение на фирмите, техните активи и данъчни задължения  
(включително към НОИ) по групи фирми според тяхната рентабилност  
(% от общата сума)**

	1996		1997	
	Обществени фирми	Частни фирми	Обществени фирми	Частни фирми
<b>Финансов резултат/приходи от продажби <math>\geq 10\%</math></b>				
% от общата съвкупност на фирмите	26.3	18.5	17.5	19.8
% от общата величина на активите	26.3	12.0	18.6	28.8
% от общите данъчни задължения	8.8	19.8	16.5	42.9
<b>10% &gt; финансов резултат/приходи от продажби <math>\geq 0\%</math></b>				
% от общата съвкупност на фирмите	45.2	46.2	56.5	66.1
% от общата величина на активите	47.1	33.7	59.1	45.8
% от общите данъчни задължения	21.6	33.8	64.2	10.9
<b>0% &gt; финансов резултат/приходи от продажби <math>\geq -10\%</math></b>				
% от общата съвкупност на фирмите	15.8	18.1	14.7	1.9
% от общата величина на активите	11.1	24.1	9.8	11.0
% от общите данъчни задължения	2.7	11.8	4.8	24.7
<b>-10% &gt; финансов резултат/приходи от продажби <math>\geq -20\%</math></b>				
% от общата съвкупност на фирмите	4.2	5.0	3.1	3.7
% от общата величина на активите	0.1	5.4	5.5	1.9
% от общите данъчни задължения	60.2	2.5	2.7	2.8
<b>-20% &gt; финансов резултат/приходи от продажби</b>				
% от общата съвкупност на фирмите	8.5	12.3	8.3	8.6
% от общата величина на активите	15.4	24.8	7.0	12.5
% от общите данъчни задължения	6.7	32.1	11.8	18.8

Източник: НСИ, АИАП

До началото на 1997г. се наблюдаваха две противоположни тенденции в поведението на обществените и частни фирми:

- При обществените фирми, тези с положителна рентабилност са по-добри данъчни платци.
- При частните фирми, тези с положителна доходност са концентрирали над половината от данъчните задължения на фирмите от сектора и следователно частните фирми с отрицателна рентабилност могат да се характеризират като относително добри платци на задълженията си към държавния бюджет и НОИ, особено тези, чийто финансов резултат не е силно отрицателен.

При обществените фирми се наблюдава концентрация на данъчните задължения във фирмите с отрицателна рентабилност, равна или по-малка от 10%. През 1996г. те са акумулирали около 67% от данъчните задължения в общественения реален сектор. Голямата концентрация на данъчни задължения в губещите фирми на общественения сектор е показател за разхлабване на бюджетните рестрикции на тези фирми чрез несъбиране на дължимите данъци от съответните органи.<sup>13</sup>

Изводът, че губещите частни фирми са по-добри данъчни платци е на пръв поглед изненадващ. Оказва се, че забавянето или дори неплащането на данъци е било успешна стратегия за българските предприятия през този период. Това е индикатор за слабостта на данъчната система в страната, както и за всеобща липса на финансова дисциплина. Данъчните задължения, акумулирани от губещите фирми могат да бъдат разглеждани като механизъм за разхлабване на твърдите бюджетни ограничения, докато акумулираните данъчни задължения от печелившите фирми са показател за всеобща финансова недисциплинираност в страната, слаби данъчни власти или лобиране за определени фирми или дейности.

Правителството е позволявало губещите държавни фирми да забавят или да не плащат дължимите данъци, с което ги е поставяло в условия на меки бюджетни ограничения. Това вероятно е предизвикало ерозия на данъчната дисциплина в цялата икономика и частните фирми са избрали печелившата стратегия - отлагане и дори неплащане на дължимите данъци към държавния бюджет и НОИ. Опитвайки се да омекоти бюджетните ограничения за дър-

---

<sup>13</sup> Подобен феномен проявил се в Русия, Унгария и Полша е разглеждан в Schaffer, Mark, „Government Subsidies to Enterprises in Central and Eastern Europe. Budgetary Subsidies and Tax Arrears“, в Newbery, David M. G. (ed.), „Tax and Benefit Reform in Central and Eastern Europe“, Centre for Economic Policy Research, 1995, pp. 115-144, както и в Alfandari, Gilles and Mark Schaffer, „Arrears' in the Russian Enterprise Sector“, в Commander Simon, Qimiao Fan and Mark Schaffer (eds.), „Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia“, EDI/World Bank, 1996, pp. 87-139.

жавните фирми, правителството от 1996г. е създало чувство за ганъчна ваканция за всички останали. Трябва да се добави, че съществуващото тогава ганъчно законодателство беше неефективно. Глобите и лихвите за неплатени ганъци бяха изключително ниски в сравнение с ганъчното равнище, което правеше привлекателно забавянето и дори избягването на дължимите ганъци. Неплащането на задължения към доставчици или търговски банки може да се окаже грешна стратегия. Доставчиците вероятно ще прекратят доставките, а търговските банки може да замразят депозитите на фирмата. Нещо повече, при развито търговско законодателство те могат да поискат обявяване в несъстоятелност на лошия дължник. Така, ако фирмата е имала ликвидни проблеми (без значение дали фирмата е печеливша или не), неплащането на ганъци или тяхното забавяне се оказва най-добрата стратегия, когато ганъчните органи и законодателство не санкционират подобни действия с подходящи глоби или други действия.

Защо правителството е толерирало увеличаването на ганъчните задължения и по-специално на обществените фирми с финансови проблеми? Обществените фирми в постоянна финансова криза (с рентабилност под -10%) са обхващали относително голям дял от заетите в икономиката - около 11% от заетите в обществения сектор и около 6% от заетите в цялата икономика през 1996г. Евентуалният фалит на тези фирми би увеличил рязко безработицата в страната. Подобно събитие е скъпо от политическа гледна точка. В края на 1996г. предстояха президентски избори, а в началото на 1997г. и парламентарни, така че тогавашното правителство вероятно е предпочело да спаси тези предприятия, като разхлаби техните бюджетни рестрикции чрез увеличаването на техните бюджетни задължения. Според наши изчисления, през периода 1995-1996г. икономиката е функционирала с по-голям брой заети от оптималния. С други думи, през този период правителството (а вероятно и профсъюзите) са предпочитали да задържат нивото на заетост за сметка на намалението на реалните работни заплати.

През 1997г. се наблюдава още по-голяма концентрация на ганъчни задължения в най-високодоходната група на частните фирми, което още един път потвърждава извода, че забавянето на плащанията към държавния бюджет и НОИ е било относително печеливша бизнес-стратегия. Увеличаването на ганъчните задължения на печелившите обществени фирми се дължи на нарастването на техния дял в сектора през 1997г.

Нарастването на доходността на фирмите през 1997г. се дължи най-вече на високата инфлация през втората половина на 1996г. и първите месеци на 1997г. Подобно явление - увеличени печалби и нараснала рентабилност вследствие на ускоряване на ценовата динамика - се е наблюдавало в България през 1991г., както и в други страни от Централна и Източна Европа (например Полша през 1990г.). Основният източник на висока доходност на фирмите се явяваше вре-

мевия лаг между закупуването на необходимите суровини, материали и услуги за тяхната дейност и реализацията на крайната продукция. Друг фактор, който допълнително способстваше за нарастване на оперативната доходност на фирмите бе задържането на част от разходите за основна дейност в реално изражение. Номиналните работни заплати нараснаха значително по-бавно в сравнение с нарастването на цените на производител през първата половина на 1997г., а разходите за амортизации практически останаха неизменни в номинално изражение.

В същото време икономическата активност на фирмите намаля както през 1996г., така и през 1997г. Само през 1997г. обемът на приходите от продажбите на фирмите от извадката са намалели с над 6% в реално изражение. Доходност, породена не от реално нарастване на икономическата дейност на фирмите, а от изменения в макроикономическата среда и по-специално от ценовата динамика, често се нарича „счетоводна“ печалба или „paper profit“. Тя не е показател за подобряване на състоянието на реалния сектор. При рязко намаляване на инфлацията от регистрираните предхиперинфлационни нива в началото на 1997г. до около 0 - 0.5% месечно през 1998г. голяма част от тази доходност изчезна, което, само по себе си, не може да се тълкува като индикатор за влошаване състоянието на реалния сектор. □

## 5. ФИНАНСОВИТЕ ПОТОЦИ МЕЖДУ РЕАЛНИЯ СЕКТОР И БАНКОВАТА СИСТЕМА

Финансовият поток от реалния сектор към банковата система включва изплащането на отпуснатите заеми и лихвите по тях, а обратният поток - от банките към фирмите - включва новоотпуснатите кредити. Така промяната в номиналната величина на кредитите плюс величината на лихвените плащания би определила величината и посоката на финансовите потоци между реалния и банковия сектор.

Все пак, този метод на определяне на финансовите потоци между двата сектора на икономиката може да доведе до грешни изводи, когато се ползват данните от годишните баланси на фирмите. Банковите кредити (както и всички останали показатели на годишните баланси) се изчисляват в лева. В същото време немалка част от отпуснатите банкови кредити са деноминирани в чужда валута. Поради постоянната обезценка на българския лев през периода преди въвеждането на валутен борд, номиналната стойност на кредитите, отпуснати в чужда валута, нарастваше във всеки следващ годишен баланс, поради преизчисляването им в български лева, въпреки че реалната им величина може дори да е намалявала.

Според данните на БНБ, в края на 1995г. банковите кредити в чужда валута, отпуснати на реалния сектор, са били 43.2% от всички отпуснати кредити за фирмите, докато в края на 1996г. техният дял е нараснал до 78.8%. През 1997г. структурата на отпуснатите кредити към нефинансовите фирми почти не се е променила, като дялът на отпуснатите кредити в чужда валута слабо е намалял до 76.6% от всички банкови кредити към този сектор на икономиката. Увеличаването на дела на банковите кредити в чужда валута към реалния сектор в края на 1996г. се дължи на обезценката на националната валута през този период и нарастването на номиналната величина на отпуснатите банкови кредити в чужда валута при преизчисляването им в български лева. Величината на кредитите в чужда валута, отпуснати на фирмите, е нараснала около 6 пъти към края на 1996г. (преизчислена в български лева) в сравнение с края на 1995г. През същия период обменният курс на българския лев срещу USD нарасна 6.9 пъти. Ако преизчислим обратно банковите кредити в USD, като разделим с величината на валутния курс за двата периода, ще получим, че техният остатък в края на 1996г. е намалял с 12.4% спрямо края на 1995г. По същия начин реалната величина на кредитите, деноминирани в чужда валута е намаляла през 1997г. с над 20%. Като прибавим към величината на финансовия поток от фирмите към търговските банки величината на лихвените плащания можем да направим заключението, че реалната величина на финансовия поток от фирмите към търговските банки е била по-голяма от тази на обратния поток.

Посоката на финансовия поток между фирмите и търговските банки е свързан с проблема за бюджетните ограничения на фирмите. Според Шафър [1997], в бавно реформиращите се икономики (към които можем да причислим и българската) банковата система има основно значение за разхлабване на бюджетните рестрикции на фирмите. Обикновено банковите кредити се продължават (roll over), като се отпускат нови, които се използват за обслужване на старите или дори се опростяват. Много често банковите кредити се използват за изплащане на заплати на работниците или за покриване на други оперативни разходи.

**Таблица 5.1**

**Процентна промяна във величината на задълженията на фирмите към търговските банки в постоянни цени в края на съответната година спрямо края на преходната (дефлирани с PPI в края на периода)**

	1996	1997
<i>Обществени фирми</i>	-5.6	-21.6
<i>Частни фирми</i>	2.0	-17.6
<i>Частни фирми без чуждестранно участие</i>	-3.4	-17.7
<i>Всички фирми от извадката</i>	-3.2	-18.0

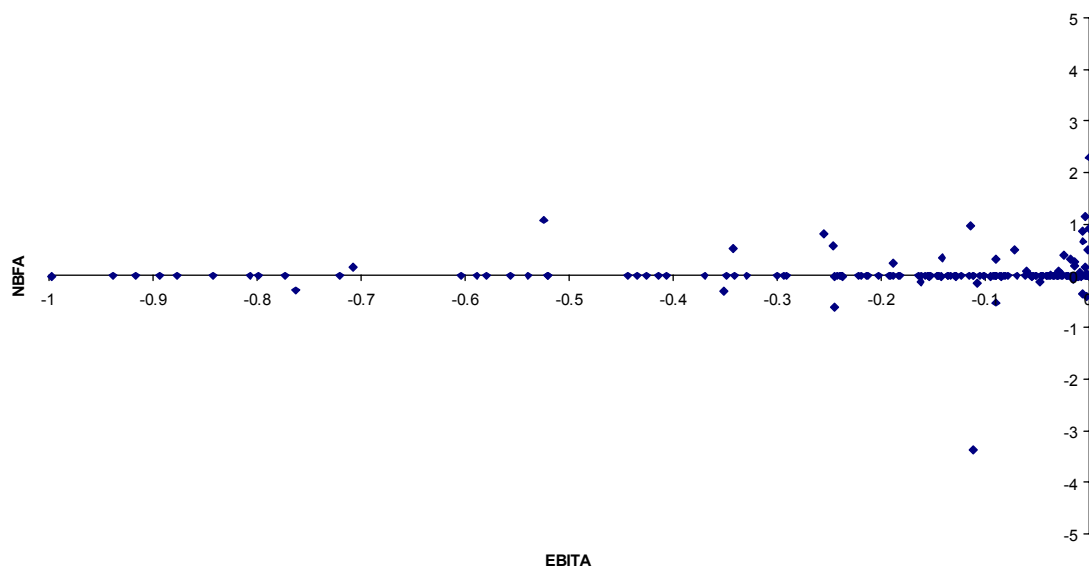
*Източник: НСИ, АИАП*

От данните от годишните баланси на фирмите може да се направи извода, че значително съкращаване на задълженията на нефинансовите фирми към търговските банки е започнало от 1997г. Това вероятно се дължи на нежеланието на търговските банки да отпускат нови кредити към реалния сектор както поради лошото състояние, в което той се намира, така и поради промените в нормативната уредба на банковото дело, които засилиха значението на органите по банковия надзор, а и поставиха по-високи изисквания при отпускането на банков кредити в случаите, когато тези кредити представляват относително голям дял от активите на дадени търговски банки.

За да се оцени дали търговските банки в България са осигурявали меки бюджетни ограничения за фирмите, е необходимо да се оцени дали фирмите с отрицателен ЕБИТ, т.е., които не могат да покрият оперативните си разходи, са получавали нетно банково финансиране, измерено чрез изменението на номиналната величина на банковите кредити, намалена с плащанията по лихви. Ако нетното банково финансиране за фирмите в икономическа криза е положително, паричните потоци са протичали от търговските банки към фирмите и те са били поставени в условия на меки бюджетни ограничения. Обратно, отрицателното нетно банково финансиране към губещите предприятия ще означава, че търговските банки са поставили по-скоро твърди, отколкото меки бюджетни ограничения пред тези фирми.

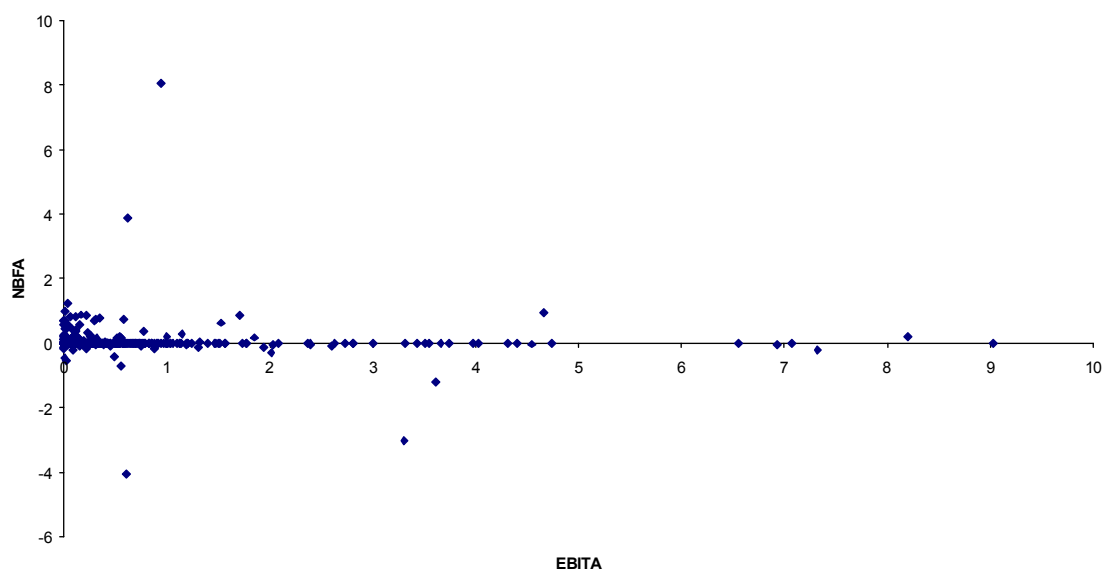


Нетно банково финансиране (NBFA) на всички фирми с отрицателно ЕБИТА през 1997г. и заеми от търговски банки на стойност, по-голяма от 500 милиона лева



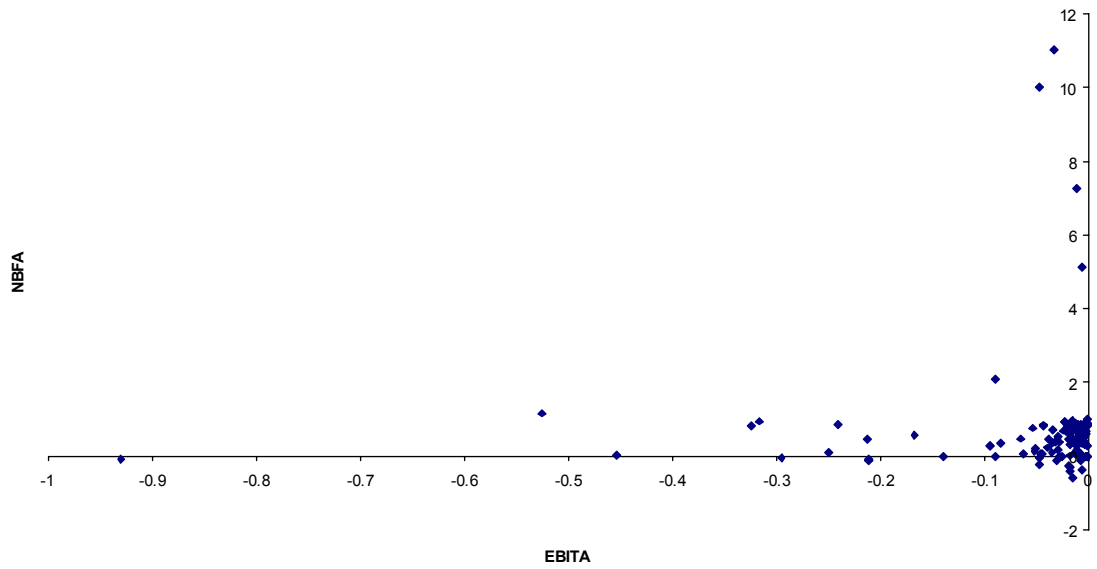
Граф. 1

Нетно банково финансиране (NBFA) на всички фирми с положително ЕБИТА през 1997г. и заеми от търговските банки на стойност, по-голяма от 500 милиона лева



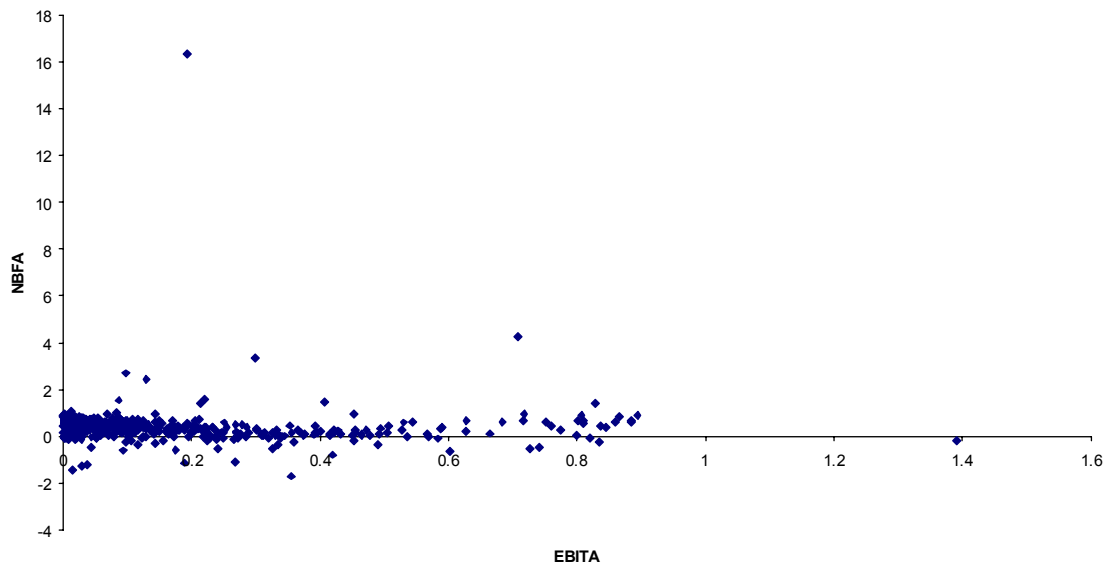
Граф. 2

Нетно банково финансиране (NBFA) на всички фирми с отрицателно ЕБИТА през 1996г. и заеми от търговски банки на стойност, по-голяма от 135 милиона лева



Граф. 3

Нетно банково финансиране (NBFA) на всички фирми с положително ЕБИТА през 1996г. и заеми от търговските банки на стойност по-голяма, от 135 милиона лева



Граф. 4

В анализа са включени само фирмите с банкови заеми, по-големи от 135 млн. лева в края на 1996г., или с банкови заеми, по-големи от 500 млн. лева в края на 1997г. И в двата случая фирмите с чуждестранно участие са изключени. Предполага се, че тези фирми имат достъп до кредитен ресурс не само от българските търговски банки, така че промяната на тяхното номинално банково финансиране може да не отразява финансов поток между реалния и банковия сектор вътре в страната. Също така е възможно те да са направили големи разходи за инвестиции, което да е причина за отрицателния им ЕБИТ, без това да се отразява негативно на оценката на техния кредитен риск. Вертикалната ос измерва нетното банково финансиране в края на 1996г. (NBFA). Горизонталната ос измерва рентабилността на фирмите, измерена на базата на ЕБИТ (ЕБИТА). И двата показателя са нормализирани чрез стойността на активите на фирмите в края на 1996г. За предпочитане е данните за рентабилността на фирмите да са от предходната година, тъй като е възможно търговските банки да са използвали финансовите резултати от предходни години, за да вземат решения за увеличаване или намаляване на кредитната си експозиция към фирмите. За съжаление не разполагахме със съпоставими данни за приходите и разходите на частните фирми за две последователни години, което ни принуди да използваме данните от отчета за приходите и разходите от съответната година.

Първите две графики показват фирмите съответно с отрицателен и с положителен или равен на нула ЕБИТА за 1996г., а следващите две графики са аналогични на първите две, но показват данните за 1997г. Ако фирмите с отрицателен ЕБИТА имат положително нетно банково финансиране, тогава можем да предположим, че тези фирми не са били поставени пред твърди бюджетни ограничения от страна на търговските банки.

Предприятията с отрицателен ЕБИТА са около 24% от всички фирми с голяма величина на банковите заеми през 1996г., като през 1997г. техният дял е нараснал до около 32%. Около 84% от фирмите с отрицателна оперативна доходност през 1996г. са имали положително нетно банково финансиране. За голяма част от тези фирми може да се допусне, че нарастването на нетното банково финансиране се дължи на обезценката на националната валута през 1996г., ако отпуснатите им дотогава заеми са били в чужда валута. Само за около 9% от всички фирми с отрицателна рентабилност (11 фирми) нетното банково финансиране е нараснало над 2 пъти. За голяма част от тези фирми е трудно да се твърди, че нарастването на нетното банково финансиране се е дължало единствено на обезценката на националната валута. В четири от случаите NBFA > 5, следователно за тези фирми с голяма сигурност може да се твърди, че са били поставени от търговските банки пред меки бюджетни ограничения.

През 1997г. едва 15.4% от фирмите с отрицателна оперативна доходност са имали положително банково финансиране, като само при една фирма NBFA > 2. Като имаме пред вид нивата на валутния курс в края на 1996г. и в края на 1997г., в нито един от тези случаи не може да се отхвърли хипотезата, че увеличаването на нетното банково финансиране към фирмите от тази група се е дължало на структурата на техните банкови заеми по видове валути и динамиката на валутния курс. Може да се направи заключението, че банките са поддържали строги бюджетни ограничения в почти всички случаи, в които фирмите са регистрирали отрицателна оперативна доходност.

В случая на фирмите с положителен EBITA през 1996г. само в около 42% от случаите нетното банково финансиране е по-голямо от 0.5 и едва в два от случаите - по-голямо от 5. През 1997г. само две фирми от тази група са увеличили нетното си банково финансиране над три пъти, което може да се дължи и на увеличаване на банковите им заеми. Търговските банки би трябвало с по-голяма готовност да са увеличавали финансирането си към тези фирми, отколкото в случая на фирмите с отрицателна рентабилност. Въпреки това, дялът на фирмите с положителна рентабилност и относително голямо нарастване на нетното банково финансиране е по-малък от този при фирмите с отрицателна рентабилност. Това може да се дължи на някоя от следните причини:

- Структурата на вече отпуснатите кредити (в лева или в чужда валута),
- Нежеланието на фирмите с положителен доход да увеличават банковите си заеми поради високата им цена, измерена с нивото на реалните лихвени проценти по банковите кредити. □

## 6. ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ И ВЪЗМОЖНОСТТА НА НЕФИНАНСОВИТЕ ФИРМИ ДА ПОСТИГНАТ ОПТИМАЛНА СТРУКТУРА НА СВОЯ КАПИТАЛ

Едно от условията за постигане на устойчив икономически растеж в България е успешното провеждане на процеса на реструктуриране на икономическата система. Това, както и ниската ликвидност на българските фирми, предопределя необходимостта от заемно финансиране на тяхната оперативна и инвестиционна дейност. Фирмите, които имат особена нужда от външно финансиране са нововъзникващите фирми, както и бившите гържавни фирми в техния постприватизационен период. Острата банкова криза от 1996г. и спада на икономическата активност на реалния сектор през 1996г. и началото на 1997г. направи търговските банки изключително консервативни и те почти спряха да отпускат нови кредити на нефинансовите предприятия. През втората половина на 1997г. макроикономическата обстановка в страната се стабилизира, но едва през 1998г. се наблюдава известно нарастване на нетното банково финансиране и то само към частните фирми. Въпреки това, все още може да се твърди, че търговските банки продължават да бъдат изключително предпазливи при одобряването на даден проект за отпускане на нов кредит.

Проблемът за насърчване на инвестиционната дейност и реструктурирането на икономиката е тясно свързан с проблемът за функционирането на финансовата система, така че да позволи на фирмите да постигнат своята оптимална капиталова структура. Многобройни изследвания са посветени на този проблем за развитите пазарни икономики, както и за страните от ЦИЕ<sup>14</sup>. Анализът по-долу е подобен на анализа, направен в Corneli, Francesca, Richard Portes and Mark Schaffer (1996) относно факторите за банковото финансиране на фирмите в Унгария и Полша. Основните предпоставки на анализа са:

- Разходите за ликвидация на фирмите в страните от ЦИЕ са твърде ниски. Процедурите по обявяване на несъстоятелност на фирми също са неефективни и всичко това твърде много затруднява кредиторите да събират вземанията си от нередовните платци. Нещо повече, твърде

<sup>14</sup> *Като пример: Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen, „Financing Constraints and Corporate Investment“, Brookings Papers on Economic Activity, 1988 n. 1, pp. 141-195; Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, „Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups“, Quarterly Journal of Economics, vol. 27, 1990, pp. 33-60; Petersen M. and R. Rajan, „The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship“, Quarterly Journal of Economics, May, 1994, pp. 407-444. За страните от ЦИЕ подобни проблеми са разглеждани в Corbett, J. and T. Jenkinson - „The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison“, CEPR, Discussion Paper, No. 948, 1994; Rajan, R. and L. Zingales, „What Do We Know about the Capital Structure? Some Evidence from International Data“, Journal of Finance, vol. 50, 1995, No. 5, pp.1421-1460 и др.*

вероятно е правителството да се опита да спаси фирми с особено политическо значение, ако те са в затруднено положение. Всичко това предполага, че по-рентабилните фирми биха търсили по-голямо количество кредитен ресурс в периоди, когато реалният лихвен процент не е висок и дори отрицателен. Така първото допускане е, че търсенето на кредити е положително корелирано с рентабилността на фирмите.

- В страните от ЦИЕ съществува асиметрия на информацията между заемодателите и заемополучателите. Второто допускане е, че фирмите, които имат повече собственост за обезпечаване на заемите си, ще имат по-лесен достъп до кредитен ресурс и следователно ще имат по-малки кредитни ограничения. Или, предлагането на кредити трябва да е положително корелирано с възможностите за обезпечение на кредитите, както и с рентабилността на фирмите.
- Теоретично не е съвсем ясно какво би било влиянието на размера на фирмата върху достъпа до кредитния ресурс. По принцип, вероятността за фалит е по-малка при големите фирми (дори и поради възможността правителството да предотврати тяхната ликвидация). Също така, не е малка вероятността за малките фирми да изчезнат „случайно“, което прави отпускането на кредити към тях по-рисково. От друга страна, големите фирми се реструктурират по-трудно; счетоводната стойност на техните активи може да бъде по-малко надежден показател за тяхната реална стойност, поради което големината на фирмата може да има негативно влияние върху предлагането на кредити.

Авторите са разгледали два варианта (сценария). В първия, финансовата система работи като добър посредник. От една страна, тя се опитва да реши проблемите с лошите кредити (да дисциплинира предприятията), а от друга страна, успява да отсее и финасира добрите фирми, които имат по-големи нужди от финансови средства и по-малки възможности за самофинансиране (например реструктуриращите се фирми). При този сценарий фирмите биха могли да постигнат оптималната си капиталова структура.

При втория, по-малко оптимистичен сценарий, търговските банки нямат необходимия опит и възможности да наблюдават фирмите и да установят достатъчно адекватно тяхното състояние. Това принуждава банкерите да повишат цената на банковото кредитиране, за да се застраховат срещу по-високия риск. При този сценарий фирмите биха използвали повече вътрешни средства за финансиране поради по-скъпото външно финансиране.

При първия сценарий предлагането на кредити би трябвало да е положително свързано с възможностите на фирмите за обезпечение на заемите и с рентабилността. При втория сценарий предлагането на кредити все още би

трябвало да е положително свързано с рентабилността на фирмите и с възможностите за обезпечаване на кредитите, доколкото отчетните данни за тези показатели представляват надеждна информация за търговските банки. При този сценарий обаче, търсенето на кредити ще бъде отрицателно свързано с рентабилността на фирмите, тъй като по-гоходните фирми ще имат по-голяма възможност да се самофинансират, вместо да използват скъпия външен финансов ресурс. По-печелившите фирми все още биха имали желание за достъп до по-голям кредитен ресурс, но поради неефективността на финансовата система (липсата на точна информация за фирмите) те биха могли в по-голяма степен да заместят скъпия банков кредит с вътрешни средства.

Таблица 6.1

**Резултати от регресионен модел - частни фирми без чуждестранно участие,  
Зависима променлива: Привлечен капитал / Активи 1996**

<i>Независима променлива</i>	<i>Коефициент</i>	<i>Стандартна грешка</i>	<i>T</i>
<i>Константа</i>	0.457	0.074	6.205
<i>ЕБИТДА</i>	-0.511	0.004	-126.689
<i>Логаритъм на продажбите 1996</i>	0.028	0.008	3.460
<i>Дълготрайни активи/активи общо 1996</i>	-0.224	0.058	-3.836
<i>Средна стойност на зависимата променлива</i>	0.6630		
<i>R2 =</i>	0.352		
<i>Брой фирми</i>	29708		

*Източник: НСИ, собствени изчисления*

Таблица 6.2

**Резултати от регресионен модел - обществени фирми, Зависима променлива:  
Привлечен Капитал / Активи 1996**

<i>Независима променлива</i>	<i>Коефициент</i>	<i>Стандартна грешка</i>	<i>T</i>
<i>Константа</i>	0.354	0.028	12.428
<i>ЕБИТДА</i>	-0.738	0.025	-28.994
<i>Логаритъм на продажбите 1996</i>	0.049	0.003	17.157
<i>Дълготрайни активи/активи общо 1996</i>	-0.657	0.021	-31.663
<i>Средна стойност на зависимата променлива</i>	0.4637		
<i>R2 =</i>	0.197		
<i>Брой фирми</i>	6826		

*Източник: НСИ, собствени изчисления*

**Резултати от регресионен модел - обществени и частни фирми, Зависима променлива: Привлечен Капитал / Активи 1997**

<i>Независима променлива</i>	<i>Коефициент</i>	<i>Стандартна грешка</i>	<i>T</i>
<i>Константа</i>	0.475981	0.012	41.37339
<i>ЕБИТДА</i>	-0.20238	0.005	-39.4086
<i>Логаритъм на продажбите 1996</i>	0.015228	0.001	14.65685
<i>Дълготрайни активи/активи общо 1996</i>	-0.37786	0.007	-52.4864
<i>Средна стойност на зависимата променлива</i>	0.485907		
<i>R2 =</i>	0.093576		
<i>Брой фирми</i>	37877		

*Източник: НСИ, собствени изчисления*

Извършен е регресионен анализ по метода на най-малките квадрати, за да се провери кой от двата сценария е по-вероятно да се е случил в България през 1996 и 1997г. Зависимата променлива е отношението между привлечения капитал и сумата на всички активи в края на 1996г. Независимите променливи са отношението на дълготрайните материални активи към общата стойност на активите (като мярка за възможността за обезпечение на заемите), ЕБИТДА (като мярка за рентабилността) и логаритъма на приходите от продажби (като показател за големината на фирмата). Независимите променливи на регресионния анализ за обществените фирми са въз основа на данните за 1995г. Поради това, че не разполагаме с данните за приходите и разходите за дейността на частните фирми през 1995г., независимите променливи в този случай бяха изчислени на база данните за 1996г. Това е недостатък на модела, тъй като поведението на търговските банки (предлагането на кредитен ресурс) вероятно се е основавало на данни за фирмите от предходните периоди. Затова направихме проверка на модела за обществените фирми, като всички независими променливи също бяха изчислени с данните от 1996г. Знаците пред коефициентите на независимите променливи се запазиха същите, а статистическите характеристики на модела не се влошиха. Ако допуснем, че подобно ще е положението и в случая с модела за частните фирми, можем да приемем, че знаците пред независимите променливи ще са същите, както сме ги получили, използвайки данните от 1996г., вместо тези от 1995г. През 1997г. двете части на реалния сектор бяха разгледани заедно поради промените във вида на основния собственик след приключването на първата вълна на масовата приватизация. Поради тази причина натрупаните задължения към търговските банки от приватизираните фирми няма да бъде характеристика на банковото финансиране на частни фирми, а ще е по-скоро банковото финансиране, наследено от предходни периоди на държавни фирми.



Таблиците показват резултатите от проведеня регресионен анализ. Във всички случаи знаците пред коефициентите на независимите променливи са идентични, което означава, че и при обществените и при частните фирми, и през 1996 и през 1997г., факторните променливи са въздействали по един и същи начин на зависимата променлива. По-голямата стойност на константата в модела за частните фирми за 1996г. спрямо този за обществените фирми от същата година означава, че обществените фирми в по-малка степен са използвали банково кредитиране, за да финансират активите си. Вероятно това се дължи на финансирането на ДМА през периода на централно планираната икономика, когато банковите кредити бяха използвани предимно за финансиране на оборотния капитал, докато повечето инвестиции бяха трансформирани в собственост. В същото време, всички коефициенти пред независимите променливи са по-високи в модела за обществените фирми, което означава, че промените на факторните променливи биха довели до по-големи промени в отношението привлечен капитал/общо активи.

Знакът пред коефициента на променливата, характеризираща рентабилността на фирмите, е отрицателен. Едно от възможните обяснения е, че отрицателният коефициент в имплицитното равенство за търсенето на кредит е доминирал положителния коефициент в равенството за предлагане на кредит. Както вече бе изтъкнато, това се е дължало на асиметричността на наличната информация и оттук - на високата цена на кредитния ресурс. Друга възможна причина е, че през този период краткосрочното състояние на предприятията може да не е било добър индикатор за техния бъдещ потенциал и да не е било използвано от банките като индикатор за кредитна оценка на фирмите. Все пак, фактът, че по-рентабилните фирми имат по-малко отношение между привлечения капитал и общата стойност на активите е сигнал, че финансовата система не е осигурила най-добрите условия за фирмите да постигнат своята оптимална капиталова структура.

Знакът пред коефициента на отношението ДМА/активи общо също е отрицателен. Това може да се дължи на различни причини. В случая използваме счетоводната стойност на активите (в т.ч. на ДМА) от годишните баланси на предприятията, която може да е далеч от тяхната пазарна цена (по-високо или по-ниско). На второ място, капиталоемките отрасли, които се характеризират с високи стойности на това отношение, може да се считат от банките като отрасли с най-лоши перспективи за развитие. Допълнително проверихме за корелацията между рентабилността и отношението ДМА/активи общо и тя се оказва отрицателна, както в случая на обществените, така и при частните фирми. Следователно, ако все още запазваме допускането, че рентабилността е положително свързана с предлагането на кредитен ресурс, то последното би трябвало наистина да е свързано отрицателно с отношението ДМА/активи общо.

Знакът пред коефициента на логаритъма на продажбите е положителен, но самият коефициент е близък до нула, което означава, че връзката между размера на фирмите и техния достъп до банкови кредити не е съвсем ясна, както и очаквахме. □

## 7. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В резултат на направения анализ могат да се направят следните заключения:

- Нефинансовите фирми са функционирали в повечето случаи при твърди бюджетни ограничения през периода 1996 - 1997г. Доставчиците са се стремили да поддържат и дори намаляват търговския кредит към своите клиенти. Това може да се дължи както на стремежа им да дисциплинират финансово своите клиенти, така и на ниската им ликвидност. В случаите, когато може да се предполага, че фирмите не са поддържали твърди бюджетни ограничения пред своите клиенти, може да се предполага, че това са големи държавни фирми, монополни доставчици на определен вид стоки или услуги. По този начин държавата се е опитвала да не влоши още повече финансовото състояние на други държавни фирми, намиращи се в постоянна икономическа криза.
- Търговските банки също са поставили клиентите си пред твърди бюджетни ограничения. Ако през предходните години се наблюдаваше висока кредитна активност на търговските банки и бързо натрупване на лоши кредити, дори и от нововъзникнали частни фирми, то през 1996г. и особено през 1997г. стремежът на търговските банки е бил да ограничат максимално отпусканите кредити към реалния сектор и да съберат вземанията от кредити, раздадени през предходните години. Това се е дължало, от една страна, на икономическата криза от втората половина на 1996г. - началото на 1997г., която направи кредитирането на реалния сектор изключително рискова финансова операция, а от друга, на измененията в нормативната база, уреждаща дейността на търговските банки, едно от които беше засилването на банковия надзор.
- Държавният бюджет също се е опитал да подобри събираемостта на дължимите данъци, но наследената финансова недисциплинираност все още не може да се преодолее от данъчната администрация. Задълженията на нефинансовите фирми към държавния бюджет и НОИ все още се задържат на високо равнище. Предварителните резултати за 1998г. за държавните фирми показват, че единствено този тип задължения имат склонност да нарастват през първата половина на 1998г. Следователно, единствено държавният бюджет има склонност отново да смекчи бюджетните ограничения пред останалите все още държавни фирми. Това разрушава данъчната дисциплина в цялата икономика и допринася печелившите частни фирми също да не са изрядни данъчни платци.

- Финансовата система в страната все още не функционира достатъчно ефективно, за да осигури условия на фирмите да постигнат своята оптимална капиталова структура. Това може да се дължи на много фактори, сред които да се посочат асиметричността и ненадежността на наличната информация за състоянието и потенциала на фирмите, все още недостатъчно доброто състояние на голяма част от нефинансовите фирми, ниската активност на търговските банки в търсенето и отсяването на добрите филми - потенциални клиенти за отпускане на банков заем. Трябва обаче да се подчертае значението на друг проблем, чието разрешаване би допринесло в най-голяма степен за по-доброто кредитно финансиране на реалния сектор на икономиката. Правата на кредиторите все още не са достатъчно добре защитени от съответната нормативна база, а и съществуващата не се прилага достатъчно ефективно от отговорните за това правораздавателни органи. Този фактор допринася не само за неефективното банково финансиране на реалния сектор, но вероятно задържа и нарастването на търговския кредит. □

**ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА**

**АИПР.** Годишен доклад за състоянието на българската икономика. 1994 г., С., 1995

**АИПР.** Годишен доклад за състоянието на българската икономика. 1995 г., С., 1996

**П. Петрова, Г. Стоянова и И. Георгиев,** Приложение на коинтеграционния анализ. Инфлация. Потребителска функция. С., 1996.

**Alfandari, G. and M. Schaffer,** „Arrears in Russian Enterprise Sector“, в Commander, Simon, Qimiao Fan and Mark Schaffer (eds.) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*, Washington, D.C., EDI/World Bank, 1996, pp. 87-139

**Corbett, J. and T. Jenkinson,** „The Financing of Industry. 1970-1989: An International Comparison“, CEPR Discussion Paper, No. 948, London, 1994

**Corneli, F., R. Portes and M. Schaffer,** „The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe“, CEPR Discussion Paper, No. 1392, London, 1996

**Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen,** „Financing Constraints and Corporate Investment“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, No.1, pp. 141-195

**Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein,** „Corporate Structure. Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups“, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 27, 1990, pp. 33-60

**Kornai, J.,** „The Evolution of Financial Discipline under the Postsocialist System“, *Kyklos*, 46(3), pp. 315-36.

**Petersen M. and R. Rajan,** „The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship“, *Quarterly Journal of Economics*, May, 1994, pp. 407-444

**Rajan, R. and L. Zingales,** „What Do We Know about the Capital Structure? Some Evidence from International Data“, *Journal of Finance*, Vol. 50, 1995, No. 5, pp.1421-1460

**Schaffer, M.,** „Do Firms in Transition Economies Have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence“, CERT Discussion Paper, No 20 (Edinburgh: Heriot-Watt University, 1997)

**Schaffer, M.,** „Government Subsidies to Enterprises in Central and Eastern Europe Budgetary Subsidies and Tax Arrears“, в Newbery, David (ed. ) *Tax and Benefit Reform in Central and Eastern Europe*, London, CEPR, 1995, pp. 115-144

## СЪДЪРЖАНИЕ

1. ВЪВЕДЕНИЕ .....	1
2. ИЗПОЛЗВАНИ ДАННИ И МЕТОДОЛОГИЯ.....	3
3. ТЪРГОВСКИ КРЕДИТ И МЕЖДУФИРМЕНИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ .....	5
4. ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ МЕЖДУ РЕАЛНИЯ СЕКТОР И ДЪРЖАВНИЯ БЮДЖЕТ .....	9
Бюджетни субсидии .....	9
Данъци и данъчни задължения .....	14
5. ФИНАНСОВИТЕ ПОТОЦИ МЕЖДУ РЕАЛНИЯ СЕКТОР И БАНКОВАТА СИСТЕМА .....	21
6. ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА В БЪЛГАРИЯ И ВЪЗМОЖНОСТТА НА НЕФИНАНСОВИТЕ ФИРМИ ДА ПОСТИГНАТ ОПТИМАЛНА СТРУКТУРА НА СВОЯ КАПИТАЛ .....	27
7. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	33