

Фактори за стойността на търговските вземания на българските нефинансови предприятия

Галя Тасева*

Резюме: В статията са систематизирани основни теоретични постановки в областта на търговските вземания, чиято релевантност в българската икономическа среда е тествана чрез проведено емпирично изследване въз основа на данни, предоставени от Националния статистически институт (НСИ). Конструирани са модели отделно за големите и малките и средни предприятия (МСП), с помощта на които са идентифицирани факторите, влияещи върху стойността на вземанията им от нефинансови предприятия. Анализирано е и влиянието на кризата, която оказва въздействие върху стимулите и възможностите на фирмите да продават с отсрочено плащане, едновременно, поради свиване на пазарите на продукция и на банковото кредитиране.

Ключови думи: междуфирмена задлъжнялост, търговски вземания, търговски кредит, икономическа криза.

JEL: G30, G31, G39.

Въведение

Счетоводните вземания заемат значителен дял в актива на баланса на

повечето нефинансови предприятия, както в страни с изградена и функционираща пазарна икономика, така и в развиващи се и слабо развити страни. През последните десетилетия са създадени няколко теории за търговския кредит, от които е видно, че продажбите с отсрочено плащане са свързани с редица ползи, но и рискове за фирмите. Те се открояват още повече в условия на криза.

Въпреки значителната роля на търговския кредит в дейността на фирмите и множеството изследвания по въпроса в различни държави по света, с редки изключения, у нас той остава встрани от изследователския интерес. Високите нива на междуфирмената задлъжнялост в страната също обуславят необходимостта от неговото изследване.

Обект на настоящата статия са търговските вземания на нефинансовите предприятия в България. Целта е да се идентифицират и анализират факторите, влияещи върху вземанията на фирмите от клиенти и гоставчици по търговски сделки. Във връзка с тази цел се поставят няколко основни задачи. Първата задача се изразява в разглеждането и систематизирането на

* Галя Тасева е доктор, асистент в Институт за икономически изследвания на БАН, секция "Икономика на фирмата", e-mail: galya_taseva@abv.bg

основни теоретични постановки в областта, чиято релевантност в българската икономическа среда да се тества чрез емпирично изследване, въз основа на данни от финансовите отчети на фирми от различни сектори на икономиката. За постигането на целта се предвижда и конструирането на модели, отделно за МСП и за големите предприятия, осъществяващи дейност в страната, с помощта на които да се разкрие под въздействие на кои променливи се формира стойността на търговските вземания на фирмите. Периодът на изследване в статията позволява да се отчете и влиянието на влошаването на икономическата обстановка в страната с навлизането на световната икономическа криза.

Основни теоретични концепции за търговските вземания

Финансовата теория за търговския кредит разглежда предимствата на фирмите доставчици спрямо финансовите институции в кредитирането, включително и на фирми със съмнително кредитно качество. Те се изразяват в по-лесен достъп до информация в хода на обичайната бизнес дейност, по-добра възможност за оказване на натиск за връщане на кредита чрез заплахата от спиране на доставките, мрежа от търговски контакти за препродажба на предоставената на кредит продукция при необходимост от възстановяване на собствеността върху нея, а също така и по-ниска изложеност на морален хазарт и по-трудно отклоняване на стоките за различна от договорената употреба, за разлика от парите, при които този риск е значителен [6] [14] [15] [21] [23].

Много близка до финансовата е ликвидната теория. Според нея фирмите, които изпитват затруднения в достъпа до кредит от финансови институции, са склонни да използват повече финансиране от доставчици в сравнение с по-големите фирми, които могат да получат по-евтино финансиране и са по-ликвидни и/или имат по-ниски разходи за подържане на ликвидността. Те имат възможност и за генериране на повече вътрешен финансов ресурс, поради което са по-склонни да отпускат кредит за фирмите със затруднения в достъпа до финансиране [10] [16] [18] [20]. Това е особено характерно при рестриктивна парична политика, водеща до намаляване на кредита от финансовите институции. Посредством търговския кредит по-богатите фирми смекчават последиците от бизнес цикъла за по-малките, като ги предпазват от неблагоприятните ефекти от недостига на паричен ресурс. Доставчиците предоставят и вид застраховка на клиентите, осигурявайки им ликвидност чрез непрекъснат поток на доставките на кредит. Причината е, че са заинтересовани от оцеляването на техните клиенти, особено когато загубата им е свързана с големи разходи [5][6].

Транзакционната теория разглежда търговския кредит като операционен инструмент за намаляване на различни видове разходи. Несигурността на доставките придава стохастичен характер на паричния поток и налага извършването на разходи, както на купувачите, така и на продавачите по търговската сделка, за подържането на парични запаси или привличането на банкови кредити. Чрез отделяне на движението на стоките от това на парите, търговският кредит слу-

жи като механизъм за хеджиране, чрез който търговските партньори обединяват риска, произхождащ от стохастичността на паричните потоци [4] [13].

Търговският кредит се ползва и като субсидия за купувачите за гържане на запаси. Фирмите, които се намират на следващо ниво в производствената верига, избират между разходите от гържането на запаси и разходите от пропускане на продажби, поради отлагане на производството. Когато предпочетената от тях стратегия е отлагане на производството, доставчиците на суровини понасят негативни външни ефекти, от намаление на собствените им продажби [7].

Търговският кредит е ефективен начин за преодоляване на флукуациите в търсенето на продукцията. Едно от предимствата му е, че той е бързо приложим. Освен това предлагането на атрактивни условия по търговския кредит е свързано с по-ниски разходи за приспособяване на фирмата при спад в търсенето в сравнение с алтернативите на намаляване на цената или промени в производствения план. Той позволява на продавача да спести, подгържайки по-ниски запаси или редуцирайки извънредния производствен капацитет, необходим за посрещане на промени в търсенето [11]. Друго предимство на търговския кредит е, че честите промени в цените са свързани с разходи за "меню" [7] [21].

Според теорията за ценова дискриминация фирмите използват търговския кредит, за да дискриминират ценово клиентите си. Съществуват различни теоретични хипотези за мотивите и механизма, по който се реализира това. Според една от тях, подобно на намалението на цените,

търговският кредит се възприема като средство за повишаване на продажбите и отразява стремежа на фирмите при високонкурентни пазари да приложат конкурентни стратегии, различни от изменението в цените на продуктите [4]. Освен това мениджмънтът на ценовата дискриминация, осъществявана посредством дискреционно намаление на цените, изисква много разходи и често е обект на регулативна забрана и пазарни рестрикции [11] [3]. В такава среда търговският кредит е способ за скрито намаление на цените и ценова дискриминация, посредством предлагането на различни условия по кредита на различните клиенти [2]. В литературата се описва и алтернативен механизъм за ценова дискриминация, който се изразява именно в това, че условията по търговския кредит обикновено не се променят в зависимост от кредитното качество на клиентите, което позволява на по-нискокачествените заематели фактически да се възползват от ефективно по-ниска цена благодарение на търговския кредит. Фирмите с висок марж между приходите от продажби и променливите разходи са силно мотивирани да разширят продажбите си, без да намаляват цените за съществуващите си клиенти. Те са склонни да понесат разходи с цел да реализират допълнителни продажби. Предлагането на търговски кредит от фирмите нараства с увеличаването на маржа на печалбата от продажбите им, тъй като това им позволява да понесат по-ниска печалба или по-висока загуба на кредит в сравнение с финансовите институции [21].

Теорията за пазарната сила разглежда значението на пазарните позиции на фир-

мите. Съществуват анализи на връзката между пазарна власт и търговски кредит, съгласно които доставчиците, притежаващи по-голяма пазарна власт, предоставят повече финансиране на клиентите си. Тези фирми могат да оказват натиск за изплащане на задълженията чрез заплахата от спиране на доставките [6] [17] [21]. Налице са обаче и алтернативни доказателства, според които колкото по-голяма е пазарната сила на фирмите доставчици, толкова по-малко търговски кредит те предоставят на клиентите си и ползват повече търговски кредит от доставчиците си [8] [12]. Кредитирането на клиентите се използва като инструмент на конкурентна борба. Доставчиците с относително по-слаба пазарна власт са по-склонни да отпускат търговски кредит. Позитивната зависимост между пазарната сила на клиентите и търговския кредит е по-силна, когато доставчиците са малки и рисков фирми, разположени в страни с неразвит финансов сектор или неефективна законодателна система [24].

Според теорията за продуктовата диференциация търговският кредит е инструмент за повишаване на продажбите, подобно на рекламата, чрез диференциация на произвежданата продукция от конкурентната [19]. Условието по търговския кредит, които доставчиците предлагат, са по-изгодни за клиентите, когато допълнителните продажби в резултат на отсрочването на плащането водят до повишаване на маржа на печалбата на доставчика, т.е. оптималното съотношение на вземанията към продажбите е позитивно свързано с този марж. Наличието на положителна връзка между маржа на печалбата и стой-

ността на вземанията от продажби доказват и Petersen и Rajan (1997).

Върху стойността на вземанията на фирмите се отразяват и финансовите им проблеми. Съгласно теорията за финансовото разстройство то е фактор, влияещ върху склонността на фирмите да предоставят търговски кредит на клиентите си. Petersen и Rajan (1997) установяват, че губещите фирми са по-склонни да разширяват търговския кредит в стремежа си да задържат продажбите, те се стремят да сигнализират финансова сила, имитирайки силните фирми, които налагат стандартите за търговски кредит в индустрията. Цялото или част от разширението на търговския кредит от губещите фирми с негативен ръст на продажбите може да е и недоброволно, поради по-малката склонност на длъжниците да бъдат коректни и да се издължават навреме с фирмите кредитори, които се намират в затруднено положение. Такива фирми по-трудно са в състояние да предприемат законови действия срещу длъжниците и не могат да се възползват от заплахата за прекратяване на бъдещи доставки [21].

При влошаване на състоянието на фирмите максимизиращото печалбата им поведение би могло да се окаже разширяването на отпускания търговски кредит, ако те бъдат временно надценени на финансовите пазари, а финансовият ресурс, с който финансират продажбите на кредит, относително по-евтин, отколкото преди развитието на проблемите им. Разширяването на търговското кредитиране продължава, докато инвеститорите не осъзнаят действителното състояние на фирмите и не повишат цената на предоставяните средства [14].

Емпирично изследване на факторите, влияещи върху стойността на търговските вземания на нефинансовите предприятия в България

За проведеното емпирично изследване са използвани данни, предоставени от НСИ за три последователни години (2007, 2008 и 2009 г.) за 199 МСП и 100 големи предприятия, определени като такива според критерия "брой наети лица". Изследвани са предприятия от всички нефинансови сектори от "А" до "S" по КИД-2008 (без сектори "К" – "Финансови и застрахователни дейности", и "О" – "Държавно управление").¹

Изборът на изследователски подход за отделен анализ на МСП (с от 10 до 249 заети) и големите предприятия (с над 249 заети), които за 2009 г. представляват едва 0,21 % от общия брой на фирмите от генералната съвкупност², е продиктуван от факта, че макар и с малък относителен брой, големите предприятия произвеждат съществен дял от БВП на страната и осигуряват около 1/4³ от работните места на заетите в нефинансовите предприятия. Поради това анализът на търговските вземания при тях предполага особено внимание. В допълнение големите предприятия имат по-голяма възможност за провеждане на самостоятелна политика по търговско кредитиране в сравнение с МСП.

Финансовите данни, използвани при изследването, са от неконсолидираните отчети на предприятията, с което се избягват възможни изкривявания в резултатите, които могат да възникнат от автоматичното нарастване на вземанията в първата

година, в която фирмата започне да консолидира отчетите си [9] [22].

Създадени са два модела, съответно за търговските вземания на МСП и на големите предприятия, които са тествани за две последователни години – 2008 и 2009 г. Използвани са лагови променливи, чиято употреба води до намаляване на броя на годините, за които се тестват моделите, но дава възможност за тяхното динамизиране и отчитане на влиянието на времето. Освен това за 2007 г. липсват данни за някои от обясняващите променливи.

Като зависими променливи в моделите са използвани търговските вземания (ТВ) – вземанията от клиенти и доставчици нефинансови предприятия, а индикатори за изследване на вземанията са:

- Стойност на активите (СА) – индикатор за размера на фирмата;
- Неразпределена печалба (НП) – индикира способността на фирмата да генерира вътрешен финансов ресурс;
- Дял на текущите активи в общата стойност на активите (ТА/СА) – служи за изследване на въздействието на структурата на актива;
- Нетна загуба за предходната година (НЗ лаг1) – показател за значението на финансовите проблеми;
- Брутна печалба (БП) – индикатор за финансовото състояние и стимула на фирмите за повишаване на продажбите на кредит;
- Разходи за суровини и материали (PCM) – служи като показател при изследване на значението на продължителността на производствения цикъл и вида на разходите;

¹ Данните са обработени с програмен продукт SPSS.

² Според изчисления на автора по данни на НСИ.

³ Според изчисления на автора по данни на НСИ.

- Намаление на запасите от продукция и незавършено производство (НЗПНП) – индикатор за значението на търговския кредит за насърчаване на продажбите.

Ползваният при изследването множествен линеен регресионен модел има вида:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k + e_i, \quad (1)$$

където:

- Y е зависимата променлива;
- X_1, X_2, \dots, X_k – факторните променливи;
- b_0 – свободният член (константа);
- b_1, b_2, \dots, b_k – регресионните коефициенти;
- e_i – остатъчният (случаен) компонент.

През периода 2007-2009 г. се наблюдава формиране на тенденция за постепенно нарастване на дела на нетните дължници от МСП и на дела на нетните кредитори

задължения или изобщо не ползват, нито предоставят търговски кредит. Последното съответства на ликвидната теория, според която големите фирми, с по-лесен достъп до външно финансиране и повече собствени ресурси, служат като трансмитори на ликвидност за по-малките и кредитно затруднени фирми, смекчавайки ликвидните шокове за своите клиенти МСП.

С влошаването на икономическата обстановка при МСП се наблюдава значително намаление на средната аритметична стойност на нетните приходи от продажби през 2009 г. спрямо 2008 г. При големите предприятия също има намаление на средната стойност на НПП, но доста по-малко. Независимо от размера на фирмите (и при МСП, и при големите предприятия) е налице повишение на дела на продажбите на кредит

Таблица 1. Процент от фирмите, нетни кредитори или дължници по търговски кредит

МСП			Големи предприятия		
2009 г.	2008 г.	2007 г.	2009 г.	2008 г.	2007 г.
Нетни дължници			Нетни дължници		
52 %	49 %	47 %	52 %	58 %	50 %
Нетни кредитори			Нетни кредитори		
46 %	47 %	40 %	48 %	41 %	36 %
Вземания=Задължения			Вземания=Задължения		
2 %	4 %	13 %	0 %	1 %	14 %

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

от големите предприятия. С развитието на кризата, свиването на пазарите за реализация на продукцията и ограничаване на достъпа до институционално финансиране, съпроводено и с повишаване на лихвените проценти по банковите кредити, постепенно нараства делът на големите предприятия нетни кредитори, което е основно за сметка на намаляване дела на тези от тях, които са с равни вземания и

спрямо общата стойност на НПП. Вероятни причини за това са рязкото намаление на НПП и невъзможността, поради пазарни фактори, за толкова бърза промяна в кредитната политика, че продажбите с отсрочено плащане да намалеят пропорционално на спада на оборота, а също и стремежът на фирмите да се справят със свитото търсене през кризата, стимулирайки продажбите с помощта на търговски кредит.

Таблица 2. Средна стойност на отношението на търговските вземания към НПП по години

	Година	Търговски вземания/НПП
Малки и средни предприятия	2009	0,21
	2008	0,19
Големи предприятия	2009	0,21
	2008	0,18

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

Модел за търговските вземания на МСП

В модела за търговските вземания на МСП участват като факторни променливи:

- Стойност на активите;
 - Неразпределена печалба;
 - Съотношение на текущи активи към стойност на активите;
 - Нетна загуба за предходната година.

Характеристиките на модела за търговските вземания на МСП за 2009 г. са следните:

на зависимата променлива. Всички фактори, включени в модела са значими ($\text{sig.} = 0,000 < 0,05$). Най-силно е влиянието на неразпределената печалба и стойността на активите.

В корелационната матрица няма нито един коефициент, по-голям от 0,7 (освен разположените по главния диагонал, показващи зависимостта на всяка от променливите със самата нея), което означава, че не е налице мултиколинеарност, т.е. факторните променливи са независими една

Таблица 3. Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските вземания на МСП за 2009 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-1728,026	668,883	-	-2,583	0,011
СА	0,154	0,023	0,365	6,782	0,000
НП	0,620	0,060	0,544	10,289	0,000
ТА/СА	2877,361	1 147,417	0,099	2,508	0,013
НЗлаг1	-4,370	2,105	-0,084	-2,076	0,039

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

- Коефициент на корелация (R) – 0,838
- Коефициент на детерминация (R^2) – 0,702
- Adjusted R^2 – 0,696
- Std. Error of the Estimate – 4251,981
- F statistic – 114,213
- Sig. – 0,000

Моделът е адекватен (равнището на значимост на F критерия $\text{sig.} = 0,000 < \alpha = 0,05$) и обяснява 70 % от изменението

от другата. При положение, че съществува мултиколинеарност, "оценените регресионни коефициенти са неефективни, т.е. с широки доверителни интервали, което ги прави ненадеждни" (вж. [1], с. 162).

Същият модел за вземанията от клиенти и доставчици на МСП е тестван и за 2008 г. Характеристиките на модела за търговските вземания на МСП за 2008 г. са следните:

- Коефициент на корелация (R) – 0,851

Таблица 4. Корелационна матрица на факторите в модела за търговските вземания на МСП за 2009 г.

	СА	НП	ТА/СА	НЗлаг1
СА	1	0,659	-0,005	0,202
НП	0,659	1	0,076	0,031
ТА/СА	-0,005	0,076	1	-0,082
НЗлаг1	0,202	0,031	-0,082	1

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

Коефициент на детерминация (R^2) – 0,724

Adjusted R^2 – 0,718

Std. Error of the Estimate – 4205,190

F statistic – 129,198

Sig. – 0,000

Отново най-силно е влиянието на неразпределената печалба и стойността на активите.

момент на F критерия $\text{sig} = 0,000 < 0,05$) и показва устойчивост във времето. Коефициентът на детерминация и през двете години надвишава 70 %.

По отношение на влиянието на отделните фактори, включени в модела за вземанията на МСП, се установяват следните зависимости:

➤ **Стойност на активите** – налице е по-

Таблица 5. Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските вземания на МСП за 2008 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-2110,590	693,123	-	-3,045	0,003
СА	0,244	0,020	0,604	12,378	0,000
НП	0,679	0,086	0,366	7,861	0,000
ТА/СА	2987,199	1179,643	0,097	2,532	0,012
НЗлаг1	-7,109	1,394	-0,206	-5,099	0,000

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

Таблица 6. Корелационна матрица на факторите в модела за търговските вземания на МСП за 2008 г.

	СА	НП	ТА/СА	НЗлаг1
СА	1	0,578	-0,029	0,320
НП	0,578	1	0,063	0,071
ТА/СА	-0,029	0,063	1	-0,174
НЗлаг1	0,320	0,071	-0,174	1

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

От корелационната матрица е видно, че и в случая не е налице мултиколинearност, нито един от коефициентите, с изключение на тези по главния диагонал, не надвишава 0,7.

Създаденият модел за вземанията на МСП е адекватен (равнището на значи-

зитивна зависимост между стойността на активите на фирмата и размера на вземанията от нефинансови предприятия. Стойността на активите на фирмите е индикатор за техния мащаб и пазарни позиции, за качеството

Статии

на мениджмънта и информационната прозрачност и като цяло на кредитоспособността им. Традиционно по-големите фирми имат по-лесен достъп до външно финансиране и възможност на свой ред да отпускат търговски кредит на клиентите си.

➤ **Неразпределена печалба** – тя е индикатор за способността на предприятията да генерират вътрешен финансов ресурс. Колкото по-висока е тази способност, толкова е по-голяма и възможността на фирмите да продават при условия на отсрочено плащане.

➤ **Дял на текущите активи в стойността на активите** – между дела на краткотрайните активи в общата стойност на актива на фирмите и размера на техните вземания от клиенти и доставчици е налице позитивна зависимост. Основно краткотрайните активи са тези, които носят приходи на фирмата. По-високият им дял в общата структура на активите е индикатор и за ликвидността на предприятията и от тук за възможността им да инвестират във вземания.

Освен това колкото по-голям е дялът на краткотрайните активи и съответно по-малък този на дълготрайните, толкова по-ниски са бариерите за навлизане в бизнеса и съответно конкуренцията е по-висока. Това принуждава фирмите да продават на кредит, за да подържат взаимоотношенията си с клиентите, което съответства на теорията за пазарната сила.

По-високият дял на краткотрайните активи, при равни групи условия, означава и по-големи складови разходи, които фирмите се стремят да компенсират с увеличаване на обръщаемостта на

тези активи, посредством повишаване на продажбите с отсрочено плащане. Последното потвърждава транзакционната теория за търговския кредит.

➤ **Нетна загуба за предходната година** – негативното въздействие на отрицателния финансов резултат за предходната година върху стойността на вземанията потвърждава значението на финансовите проблеми на фирмите и възможността им за генериране на вътрешна ликвидност върху склонността за продажби при условия на отсрочено плащане.

Фирмите, които са приключили със загуба предходната година, е по-малко вероятно да получат и външно финансиране. Този извод се подсилва на фона на свиване на кредитирането от банките по време на кризата и традиционно по-трудния достъп на МСП до институционално финансиране.

Негативният характер на връзката показва, че при отчелите загуба МСП не се реализира описвана от Frank и Maksimovic (2005) ситуация, при която фирмите с влошаващо се финансово състояние могат да се окажат временно надценени, което да им предостави възможност да увеличат продажбите на кредит с финансов ресурс, относително по-евтин, отколкото преди развитието на проблемите им. Това е закономерен резултат при условия на затруднен достъп до институционално кредитиране и покачващи се лихвени проценти по банковите кредити. Освен това в ситуация на влошаваща се икономическа обстановка и нужда от ликвидност, хоризонта на решенията на МСП с финансови проблеми се скъсява, а текущото оцеляване на фирмата се превръща в доминиращ мотив, измествайки

Статии

фокуса на управленското внимание от стратегическите мотиви за запазване на дългосрочни отношения с клиентите чрез предоставяне на търговски кредит.

Установената позитивна връзка между вземанията, от една страна, и стойността на активите, неразпределената печалба и дела на краткотрайните активи, от друга, както и негативната връзка с нетната загуба от предходната година, съответстват на финансовата и ликвидната теория за търговския кредит.

Модел за търговските вземания на големите предприятия

Таблица 7. Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските вземания на големите предприятия за 2009 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-10170,400	4071,504	-	-2,498	0,014
СА	6,401	0,003	0,854	21,474	0,000
БП	0,711	0,278	0,104	2,555	0,012
ТА/СА	21505,923	7253,747	0,119	2,965	0,004
PCM	0,491	0,074	0,284	6,608	0,000
НЗПНП	-2,386	0,735	-0,136	-3,246	0,002

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

В модела за търговските вземания на големите предприятия участват като факторни променливи:

- Стойност на активите;
- Брутна печалба;
- Текущи активи/Стойност на активите;
- Разходи за суровини и материали;
- Намаление на запасите от продукцията и незавършено производство.

Характеристиките на модела за търговските вземания на големите предприятия за 2009 г. са следните:

Коефициент на корелация (R) – 0,927

Коефициент на детерминация (R²) – 0,860

Стойност на търговските вземания

Adjusted R² – 0,852

Std. Error of the Estimate – 17096,12231

F statistic – 115,018

Sig. – 0,000

Установява се силна множествена зависимост ($0,7 < R = 0,927 < 1$) на стойността на вземанията от обясняващите променливи в модела. Коефициентът на детерминация показва, че 86 % от различията в стойността на търговските вземания при големите предприятия са резултат от различията в стойността на включените в модела фактори. Най-съществено е влиянието на стойността на активите, индикатор за мащаба на фирмите.

В корелационната матрица няма нито един коефициент, по-голям от 0,7, което означава, че е изпълнено изискването на множествения регресионен анализ факторните променливи да бъдат независими помежду си.

Същият модел е тестван и за 2008 г. Той е стабилен във времето, коефициентът на детерминация се запазва висок и през двете изследвани години, постоянна е и посоката на влияние на включените в модела фактори, а от корелационните матрици за обясняващите променливи е видно, че не е налице мултиколинеарност. Обяснителната способност на модела за вземанията на големите

Таблица 8. Корелационна матрица за факторите в модел за търговските вземания на големите предприятия за 2009 г.

	СА	БП	ТА/СА	PCM	НЗПНП
СА	1	0,095	-0,185	0,093	-0,001
БП	0,095	1	0,181	0,204	0,082
ТА/СА	-0,185	0,181	1	-0,052	-0,003
PCM	0,093	0,204	-0,052	1	0,385
НЗПНП	-0,001	0,082	-0,003	0,385	1

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

предприятията надвишава тази на модела за вземанията на МСП, което може да се обясни с по-силното въздействие на случайни фактори при МСП.

Характеристиките на модела за търговските вземания на големите предприятия за 2008 г. са следните:

Коефициент на корелация (R) – 0,975
 Коефициент на детерминация (R²) – 0,951
 Adjusted R² – 0,949
 Std. Error of the Estimate – 16846,353
 F statistic – 354,656
 Sig. – 0,000

➤ **Стойност на активите** – както и при МСП стойността на активите, които са индикатор за размера на фирмите, е сред най-силно влияещите фактори върху размера на вземанията. При по-големите фирми се приема, че качеството на мениджмънта е по-високо, проблемът с информационната непрозрачност, характерна за българските фирми, е по-слаб и рискът от неплатежоспособност е по-малък, което улеснява достъпа на тези фирми до институционално финансиране и пови-

Таблица 9. Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските вземания на големите предприятия за 2008 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-9814,249	4098,689	-	-2,394	0,019
СА	0,130	0,004	0,867	31,676	0,000
БП	1,343	0,210	0,173	6,404	0,000
ТА/СА	15452,641	7022,335	0,052	2,200	0,030
PCM	0,173	0,045	0,090	3,800	0,000
НЗПНП	-3,361	1,533	-0,052	-2,192	0,031

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

По отношение на посоката на влияние на отделните фактори, включени в модела за вземанията на големите предприятия, се установяват следните зависимости:

шава възможностите им на свой ред да инвестират във вземания. По-големият размер на фирмата предполага и по-стабилни парични потоци и по-лес-

Таблица 10. Корелационна матрица за факторите в модела за търговските вземания на големите предприятия за 2008 г.

	СА	БП	ТА/СА	PCM	НЗПНП
СА	1	0,508	-0,135	0,120	0,012
БП	0,508	1	-0,010	0,070	0,087
ТА/СА	-0,135	-0,010	1	-0,036	-0,015
PCM	0,120	0,070	-0,036	1	0,184
НЗПНП	0,012	0,087	-0,015	0,184	1

Източник: Изчисления на автора по данни, предоставени от НСИ.

но управление на ликвидността, което също благоприятства продажбите при условия на отсрочено плащане. Освен това големите фирми имат по-силни пазарни позиции и възможност за оказване на натиск върху клиентите за изплащане на задълженията чрез заплахата от прекратяване на доставките. При големите фирми рискът от неплащане е по-малък, тъй като е по-широк наборът от възможните мерки за защита поради по-добрите финансови възможности и качество на мениджмънта.

За позитивната зависимост между размера на фирмите, представен чрез стойността на активите и размера на продажбите на кредит, допринася и постигането на икономии от мащаба в управлението на вземанията, тъй като големите фирми обикновено имат и повече клиенти.

- **Брутна печалба** – в потвърждение на теорията за ценова дискриминация се установява положително въздействие на брутният марж върху стойността на вземанията. Фирмите с по-висока брутна печалба са по-силно мотивирани да разширяват продажбите си с помощта на търговския кредит. Този мотив се подсилва още повече в условия на криза и свиване на пазарите на продукция.

Предоставяйки възможност за отсрочено плащане, фирмите успяват да привлекат и финансово по-слаби и некредитоспособни клиенти без експлицитна ценова дискриминация.

Според теорията за продуктова диференциация, разглеждаща търговския кредит като инструмент за повишаване на продажбите чрез диференциация на произвежданата продукция от конкурентната, оптималното съотношение на вземанията към продажбите също е позитивно свързано с маржа на печалбата. Когато допълнителните продажби в резултат на отсрочването на плащането водят до неговото повишаване, условията по търговския кредит, които доставчиците предлагат, са по-изгодни за клиентите и съответно стойността на продажбите с отсрочено плащане е по-висока.

В допълнение, по-високата печалба е индикатор и за възможността на фирмата да генерира вътрешен финансов ресурс, както и да привлича външен такъв, с който да финансира инвестиции във вземания, което съответства на финансовата и ликвидната теория за търговския кредит.

- **Съотношение на текущите активи към общата стойност на активите** – в потвърждение на ликвидната теория, както и при МСП се установява пози-

тивно въздействие на дела на краткотрайните активи в общата стойност на актива на фирмите върху размера на техните вземания от клиенти и доставчици. При равни други условия, краткотрайните активи са по-лесно и бързо конвертируеми в парични средства в сравнение с дългосрочните и детерминират по-голяма гъвкавост в управлението на ликвидността, позволяваща на фирмите да се ангажират с по-големи като стойност и по-продължителни инвестиции във вземания.

Освен това, фирмите, за които е характерен по-голям дял на краткотрайните активи и съответно по-малък дял на дълготрайните активи, са изправени пред по-силен конкурентен натиск в резултат на по-ниските бариери за навлизане в бизнеса. Наличието на множество доставчици засилва пазарните позиции на купувачите и води до повишаване на дела на продажбите на кредит. Високите стойности на краткотрайните активи спрямо общата сума на актива означават и по-голям стимул за фирмите да повишат тяхната обръщаемост посредством повишаване на продажбите с помощта на търговски кредит и да компенсират по-големите складови разходи, които се предполагат от високия дял на краткотрайните активи.

- **Разходи за суровини и материали** – положителната връзка със стойността на вземанията отразява, че по-високите разходи за суровини и материали предполагат по-кратък производствен цикъл и по-високи складови разходи за съхранение на готова продукция при положение, че тя не може да бъде своевременно реализирана. Стремещът към намаление на складовите разходи стимулира фирмите

да продават при условия на отсрочено плащане за ускоряване на реализацията на продукцията. Тази зависимост съответства на транзакционната теория.

Освен по-кратък производствен цикъл високите разходи за суровини и материали могат да индикират също така и високите им цени, което води до завишаване на цената и на крайния продукт, произведен с тях. Това поражда необходимостта от продажби с отсрочено плащане, за да се осигури привличането и на по-слабо платежоспособни клиенти чрез индиректна ценова дискриминация посредством търговски кредит.

- **Намаление на запасите от продукция и незавършено производство** – негативната зависимост със стойността на вземанията, която се установява, потвърждава значението на търговския кредит като ефективен инструмент за насърчване на реализацията на продукцията.

Изводи от изследването

В условия на криза значението на търговския кредит като инструмент за насърчване на продажбите и като цяло на механизъм за приспособяване към средата нараства. Икономическата криза влияе както върху стимулите, така и върху възможностите на предприятията да продават с отсрочено плащане, поради свиването на пазарите и ограничаването на достъпа до институционално финансиране.

Създадените модели показват устойчивост във времето, като се запазва тяхната значимост и обяснителна способност през различните години. По-високото качество на мениджмънта и по-добрата възможност за провеждане на самостоятелна политика по управление на вземанията при големите фирми обяснява по-високия коефициент на

детерминация на моделите за тях в сравнение с тези за МСП, при които значението на случайни фактори е по-силно изразено.

За разлика от модела за големите предприятия, в този за МСП участва променлива с едногодишен лаг – нетната загуба. Големите предприятия обикновено са по-устойчиви от МСП спрямо влошаването на икономическите условия, което им позволява да провеждат сравнително постоянна търговска политика, независимо от конюнктурни промени на заобикалящата среда и волатилността на собствените финансови показатели. Докато МСП, които не разполагат с необходимите икономически буфери за абсорбиране на шокове, са принудени да нагаждат решенията си относно търговските вземания спрямо настъпили изменения във финансовото състояние, дори ако те в последствие се окажат с временен характер и не могат да подържат устойчива дългосрочна политика. Освен това за големите предприятия е по-характерно следването на дългосрочни стратегии и стремеж за запазване на продължителните взаимоотношения с доставчиците и клиентите, включително поради по-големия размер на направените инвестиции в тези взаимоотношения. Те се стремят да ги запазят въпреки влошаването на финансовото им състояние и затруднения достъп до банково кредитиране през кризата. В допълнение, по-високите постоянни разходи и разходи по промяна в производствения план принуждават големите фирми да компенсират намаляващото търсене на продукция поради свиването на пазарите посредством кредит за клиентите, дори да имат финансови затруднения.

Резултатите от изследването показват, че при равни други условия МСП, които са завършили предходната година с нетна загуба, предоставят по-малко търговски

кредит на клиентите си. Налага се извън, че МСП, за които по принцип достъпът до кредитиране от финансовите институции е затруднен и нямат необходимите резерви, които да абсорбират неблагоприятните изменения във финансовите им показатели, по-трудно биха могли да използват разширяването на кредита за клиентите за преодоляване на намаляващите продажби през кризата. А нарастването на вземанията при някои от тези фирми до голяма степен е отражение и на невъзможността им да съберат навреме отпуснатите кредити в резултат на отслабените пазарни позиции и намаляващата способност за оказване на натиск върху длъжниците.

Горните аргументи също обясняват и нарастването на дела на нетните длъжници при МСП по време на кризата, през която се влошава финансовото състояние на предприятията и се свива достъпът до банково кредитиране, както и увеличаването на дела на нетните кредитори при големите предприятия, стремящи се да задържат приходите си от продажби и добрите взаимоотношения с клиентите чрез увеличаване на търговския кредит.

Литература

1. Гоев, В., 1996. Статистическа обработка и анализ на информацията от социологически, маркетингови и политически изследвания със SPSS, Amer Nielsen Research – България.
2. Asselbergh, G., 1999, A Strategic Approach on Organizing Accounts Receivable Management Some Empirical Evidence, *Journal of Management and Governance*, vol. 3, pp. 1-29.
3. Banerjee, S., S. Dasgupta, and Y. Kim, 2004, Buyer-supplier Relationships and Trade Credit, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=590482

4. Bhattacharya, H., 2008, Theories of trade credit: limitations and applications, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1286443
5. Boissay, F. and R. Gropp, 2007, Trade credit defaults and liquidity provision by firms, Working Paper Series, No 753/May 2007, European Central Bank.
6. Cunat, V., 2003, Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/6/6620/papers/cunat.pdf>
7. Daripa, A., and J. Nilsen, 2005, Subsidizing Inventory: A Theory of Trade Credit and Prepayment, Birkbeck Working Papers in Economics & Finance, <http://www.ems.bbk.ac.uk/research/wp/PDF/BWPEF0522.pdf>
8. Dass, Nishant, Jayant Kale and Vikram Nanda, 2010, Trade Credit, Relationship-specific Investment, and Product-market Power, www.efa2010.unicp.net/provide_paper.php?pid=839
9. Delannay, Anne-France and Laurent Weill, 2004, The Determinants of Trade Credit in Transition Countries, http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRcomofi/Activ/delannay_weill_nice.pdf
10. Emery, G., 1984, A pure financial explanation for trade credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 3
11. Emery, G., 1987, An Optimal Financial Response to Variable Demand, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, No. 2, pp. 209-225.
12. Fabbri, D., and L. Klapper, 2008, Trade Credit Supply, Market Power and the Matching of Trade Credit Terms, World Bank Policy Research Working Paper 4754.
13. Ferris, J.S., 1981, A Transaction Theory of Trade Credit Use, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 96, pp. 243-270.
14. Frank, M. Z. and V. Maksimovic, 2005, Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=87868
15. Giannetti, M., M. Burkart and T. Ellingsen, 2007, What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930390
16. Guido de Blasio, 2003, Does Trade Credit Substitute for Bank Credit? Evidence from Firm-Level Data, IMF Working Paper, WP/03/166.
17. MacMillan, J. and C. Woodruff, 1999, Interfirm Relationships and Informal Credit in Vietnam, *Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), pp. 1285-1320.
18. Meltzer, A., 1960, Mercantile credit, monetary policy and the size of firms. *Review of Economics and Statistics*, 42 (4), 429-436.
19. Nadiri, M. I., 1969, The Determinants of Trade Credit in U.S. Total Manufacturing Sector, *Econometrica*, Vol. 37, pp. 408-42.
20. Nielson, J. 1999, Trade Credit and the Bank lending Channel, August, http://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=762468
21. Petersen, M. A. and R. G. Rajan, 1997, Trade Credit: Theories and Evidence, *Review of Financial Studies*, vol. 10, issue 3, pp. 661-691.
22. Rajan R. and Zingales L., 1995, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-1460.
23. Smith, J. K., 1987, Trade Credit and Informational Asymmetry, *Journal of Finance*, vol. 42, issue 4, pp. 863-872.
24. Van Horen, Neeltje, 2007, Customer Market Power and the Provision of Trade credit: Evidence from Eastern Europe and Central Asia, Policy research Working Paper No. 4284, The World Bank, Development Prospects Group.