



Стопански
факултет

Социално- икономически анализи

Книга 2/2016 (10)

Валери Ненков
Цветелина Ненкова

ОПТИМИЗИРАНЕ НА ПОЛИТИКАТА ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В ПРЕДПРИЯТИЕТО

OPTIMIZATION OF FINANCING POLICY OF THE INVESTMENTS AT ENTERPRISES

Abstract: The article explores ways of financing investments at the enterprise. Attention is focused on the criteria serving as a basis for the selection and evaluation of methods of financing the enterprise. Analyzing the relationship between funding and investment decisions as disclosure the effect of financing with private capital and occupied the volume of investments allows to outline guidelines for optimizing the value of the invested capital and reduce the level of risk in the implementation of investment.

Key words: financing through the capital market, equity funding, investment decisions, investment project, investment, risk

Въведение

При съвременните условия на развитие финансовото управление на предприятието насочва съществена част от доходите за инвестиции. Важно значение на тази основа има изследването на мащабите на използването на източниците за финансиране и определянето на техния дял в общата сума на фирмените инвестиции. Не е за пренебрегване и търсенето на отговор на въпроса – дали структурата на финансирането на инвестициите, основаваща се предимно на собствени капитали или само на заемни, не допринася за намаляване (или увеличаване) на обема на инвестициите. По отношение на това в настоящата разработка се разискват следните въпроси:

- Връзката между финансиране и инвестиционни решения
- Ефектът от финансирането със собствени и заети капитали върху обема на инвестициите
- Проблеми при финансиране на предприятието в условията на криза

1. Връзката между финансиране и инвестиционни решения

Зависимостта на инвестиционните решения от финансирането се определя както от *стойността на инвестираните капитали*, така и от *степената на риска, който съществува при реализирането на даден инвестиционен проект*.

Когато мениджърският състав на предприятието използва външно финансиране, стойността на инвестираните капитали се измерва чрез лихвения процент, данъчните и банковите разходи или разходите по емисията на акции. Освен това трябва да се вземе под внимание и разчетът за рентабилността на инвестициите при вземането на инвестиционни решения. От своя страна финансирането със собствен капитал се разглежда като един фиктивен заем на предприятието към себе си. То е по-евтин начин за осигуряване на необходимите финансови средства, защото се ползва без допълнителни разходи (данъчни и банкови). В тази връзка при установяване целесъобразността на инвестициите, финансирани с външни ресурси и чрез вътрешни такива, нещата се свеждат до сравняване на една платена с една безплатна операция. Тук е необходимо да се подчертае, че инвестиционният проект, който не може да се осъществи поради това, че външните ресурси са много скъпи или вътрешната

рентабилност на инвестицията е оценена като недостатъчна, може да се реализира, при положение че се финансира със собствени капитали¹.

Анализът на риска е от решаващо значение при вземане на решенията за инвестиране. Рискът е основен елемент на инвестиционната политика на предприятието. Във връзка с това важно значение има анализа на условията и предпоставките за наличието му при осъществяване на финансирането с капитали и търсенето на възможности за неговото намаляване. На този фон внимание безспорно заслужава изследването на рисковите аспекти на финансирането при вземането на инвестиционните решения. По принцип колкото една инвестиция е по-рискова, толкова по-голяма е ролята на финансирането със собствени капитали за нейното осъществяване. Това означава, че финансирането със собствени капитали играе съществена роля за реализиране на инвестициите в рискови дейности.

Финансирането със собствени капитали оказва влияние върху решенията за инвестиране на предприятието и чрез други фактори, които са различни от стойността и риска. Обикновено това са финансови и психологически фактори, които необосновано се пренебрегват в съвременните изследвания. Към тях се отнасят както възможностите за достъп до външното финансиране, така и запазването и увеличаването на независимостта и престижа на предприятието.

За да се реализира дадена инвестиция, предприятието трябва да може да разполага с необходимите средства за финансиране. Когато процентът на рентабилността е по-висок от лихвения процент и когато рискът е малък, финансовото управление винаги може да намери на пазара капиталите, от които има потребност. По-важно значение има търсенето, отколкото предлагането на капитали. Практически е невъзможно глобалното предлагане и търсене на капитали да не е ограничено.

Характерно е, че всички предприятия, независимо от тяхното финансово състояние и репутация във финансовите среди, формират определена граница на външно финансиране. При това положение границата между външното финансиране и финансирането със собствени капитали варира според ръста, качеството на управление и отрасловата принадлежност на предприятието. Тя се променя и в зависимост от фазите на конюнктурата и на икономическата политика на правителството. Следователно всяко предприятие, само за себе си, е наясно за максимума на външното финансиране, който не може да надвиши през периода. Сумата на този максимум представлява границата на външното финансиране. Тази граница съществува и когато предприятието има достъп до всички източници на външно финансиране.

На финансовия пазар всяка емисия на акции на предприятието, която се котира на борсата, е ограничена от определен таван. Броят на емисиите през даден период също е ограничен. Освен това увеличаването на капитала на предприятието чрез заеми поражда и известни трудности, които невинаги може да бъдат преодоленни.

На капиталовия пазар се пласират и определен брой акции на финансово стабилни предприятия, чиито пазар в определена степен е обездвижен. При това положение емисията на ценни книжа в капитал, в каквито и разновидности да се предлага не винаги се реализират. От друга страна, на банките, които се ангажират с пласирането на ценните книжа и гарантират емисиите, се заплаща скъпо. Тук обаче се появява едно ново ограничение на величината на възможните заеми – процентът на максималната задлъжнялост. За гаранцията, предложена на заемодателите, както и за собствената си сигурност, предприятието трябва да наблюдава равновесието между собствените и заемните капитали. В този случай големите емисии на финансовия пазар понякога са ограничени от теснотата на този пазар и са зависими от желанието на банките и предприятията да разделят рисковете, съобрязвайки се със следните принципи:

Първо. Използването на банков кредит за финансиране на инвестициите е ограничено както в средносрочна, така и в дългосрочна перспектива.

Второ. Освен границите, определени от максималния процент на задлъжнялост (свързани с банковите оценки на риска от загуба), е възможно да съществуват и граници, свързани с кредитната политика на държавата. Тя може да води борба срещу инфлацията, като ограничава величината на кредитите или да осъществи разпределение на инвестициите в съответствие с предвижданията на националния план.

Трето. Когато възможностите за външно финансиране са изчерпани, а предприятието има необходимост от допълнителна инвестиция, решението за инвестиране изцяло се определя от възможностите за финансиране със собствен капитал.

¹ Вж. подр. **Ненков, В.** Финансов анализ на предприятието. София, 2014; **С. Петров.** Управление на риска. София, 2008.; **Dobbin, R. and Witt, St.** Practical Financial Management. New York, 1998.

2. Ефектът от финансирането със собствени и заети капитали върху обема на инвестициите

Величината на инвестициите на предприятието зависи от:

- обема на планираните инвестиции;
- обема на разполагаемите финансови ресурси за финансиране на тези инвестиции.

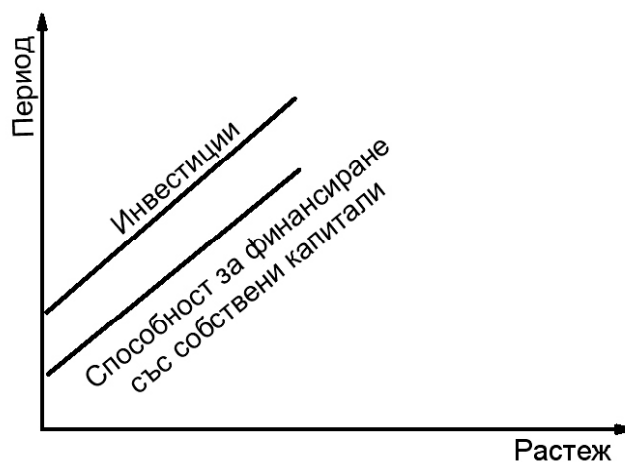
Влиянието на финансирането върху инвестициите се предопределя, на първо място, от дела на собствени ресурси в структурата на финансирането им. Колебанията на финансирането със собствени капитали (включващи колебанията на печалбите и политиката на разпределението) оказват съществено влияние при избора на инвестициите. Но обемът на инвестициите и решенията на финансовото управление да инвестира не са обусловени изцяло от възможностите на финансирането със собствени капитали. Влияние оказва и външното финансиране. Когато в структурата на финансирането на инвестициите собствени капитали са незначителни спрямо външно финансиране, се наблюдава ограничаване избора в обема на инвестициите.

Намаляването на собствените финансови ресурси, с които предприятието разполага, предизвиква спад в инвестициите. Трябва обаче да се има предвид, че в периоди, когато средствата за финансиране са налице, обемът на инвестициите на предприятието може да се окаже по-висок от обема, който би бил реализиран, ако инвестиционните решения са независими от наличните ресурси за финансиране.

Колебанията в обема на ресурсите за финансиране, с които може да разполага предприятието, са причина за колебанията на инвестициите. Трудно е обаче да се прецизират измеренията на тази зависимост, още повече че финансирането със собствени капитали на предприятието не представлява цялата сума на неговите средства за финансиране.

Връзката между способността за финансиране със собствени капитали и инвестициите трябва да е следната – новите инвестиции се прибавят към старите и взети заедно са източник на способност за финансиране за отчетния период.² Сравнението способност за финансиране и инвестиции обаче трябва да се прави по отношение на доходността и динамичното равновесие на инвестициите и капиталите. В този аспект инвестициите представляват интерес като източник на доходност (възвращаемост) и оттам на способност за финансиране със собствени капитали.

Финансовото управление на предприятието трябва да провежда инвестиционна политика на финансиране насочена към нарастване на способността за финансиране на инвестициите, т.е. инвестиционната политика трябва да се изразява с една спирала на растеж, необходима за финансовото равновесие на предприятието. Впрочем, провежданата инвестиционна политика от управлението на предприятието, през отделни етапи от неговото развитие (активност), може да се илюстрира чрез следните фигури:

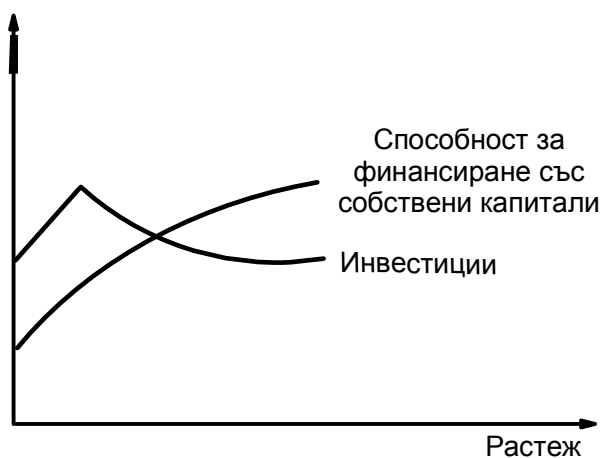


Фигура 1. Предприятие с растеж преди да инвестира постоянно и значително в проекти, които се характеризират с процент на нарастване, успореден на способността за финансиране с капитали

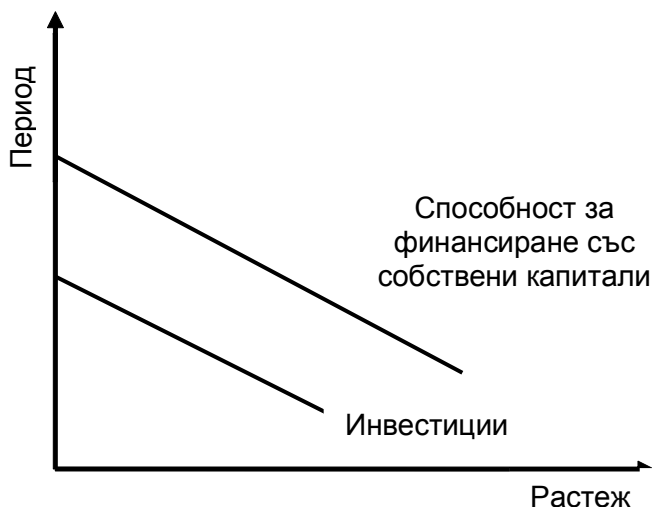
²Вж. подр. **Александров, Ст. и др.** Финансово управление на фирмата. София, 2000; **Галярвская, Л. и А. Вихарева.** Анализ и оценка финансовой устойчивости коммерческого предприятия. СПб. Питер 2003; **Ненков, В.** Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1999.



Фигура 2. Предприятие след период на слаби инвестиции, което реализира значителен инвестиционен проект, надвишаващ неговите финансови възможности



Фигура 3. Предприятие, което не реализира нови инвестиции, дълготрайните активи морално и физически остаряват, а нормата на възвращаемостта намалява



Фигура 4. Предприятие, чиито инвестиции са много по-ниски от способността за финансиране с капитали

От фигурите се вижда, че финансирането оказва регулативното въздействие върху обема на инвестициите на предприятието. По отношение на това трябва да се уточни, че връзката между размера на инвестициите и величината на реализираната печалбата не определя изцяло финансирането

на предприятието. То се определя като слабо, ако по-голяма част от печалбата е разпределена между акционерите. В такъв случай външното финансиране ще доминира, а равнището на инвестициите ще бъде частично обусловено от това на печалбата.

От друга страна, обемът на ресурсите, с които предприятието може да разполага чрез външното финансиране, е много по-чувствителен на измененията на конюнктурата в сравнение с тези, акумулирани посредством финансирането със собствени капитали. Финансовата структура, включваща преобладаваща част външно финансиране, води до по-големи колебания в размера на инвестициите, а оттам и до увеличаване на риска – да не се реализира инвестиционната програма на предприятието, поради следните причини:

Първо. Равнището на инвестициите е тясно свързано с величината на реализираната печалба.

Влиянието на миналата печалба върху обема на инвестициите се взема предвид в икономическите предвиждания, като база за определяне равнището на бъдеща печалба и бъдещи инвестиции.

Ако външното финансиране преобладава, равнището на инвестициите ще бъде частично определено от величината на печалбите и ще следва нейните колебания.

Второ. Външното финансиране понася по-сериозно колебанията на конюнктурата от финансирането със собствени капитали. Влиянието на съществените колебания върху външното финансиране обаче не се дължи изцяло на измененията в обема на ресурсите, предназначени да бъдат инвестирани в предприятието, а и на поведението на притежателите на ресурсите при вземане на решенията, свързани с инвестирането и на финансовия пазар.

Трето. Финансирането със собствени капитали играе ролята на регулатор на външното финансиране. То води до ограничаване влиянието на конюнктурните колебания, когато рискът и несигурността са по-големи.

Следователно *структурата на финансирането на инвестициите, в която собствените ресурси на предприятието преобладават, е по-благоприятна за растежа на инвестициите.*

3. Проблеми при финансиране на предприятието в условията на криза

Изборът на начините за финансиране на инвестициите в условията на икономическа криза е повлиян от стремежа на мениджърския състав да запази независимостта на предприятието. Става дума за независимост по отношение на притежаването на капитали от страна на конкурентите. Във връзка с това трябва да се има предвид, че:

Първо. Предпазливостта се налага по отношение на новите акционери. В анонимно дружество, истинският инвеститор е представен като цяло от малки групи акционери, които контролират предприятието, благодарение на въздържането на голям брой акционери да участват в неговото управление.

Включването на нови акционери може да промени мнозинството на общото събрание и да постави под въпрос позициите на мениджърите, а оттам и инвестиционната програма на предприятието.

Второ. Финансирането на инвестициите със собствен капитал, в условия на икономическа криза, гарантира избягване на заплахите за независимостта на предприятието. Обикновено заемодателят налага контрол и определени изисквания преди отпускането на заема – срок, време на плащането. Преди предоставянето на заема банката, която трябва да даде парите или да емитира облигационния заем, извършва задълбочено изследване. Чрез него се установява настоящето и бъдещето финансово състояние на предприятието, както и точното предназначение на ресурсите. В повечето случаи то включва и анализ на бюджетите на заемополучателя. Впрочем това е дейност, която изисква сътрудничество между банката и финансовия мениджър. Особено силна заплахата за независимостта на предприятието е нерационалното използване на парите от заема, ако не са преценени както трябва възможностите за плащане. При подобна ситуация съществува възможност то да попадне под зависимостта на банката, която може да се окаже и доста възискателна и да поиска участие в капиталите или място в управителния съвет.

Трето. Финансирането със собствени капитали не поражда никаква заплахата или потребност от ограничаване на дейността за предприятието. То не поставя никакъв проблем за контрола и сроковете на плащане.

Четвърто. Финансирането със собствен капитал на инвестиционната програма позволява използването и на външното финансиране. Чрез него може да окаже мултипликационен ефект върху развитието на предприятието.

Като главна детермината на собствения капитал, предопределяща обема на инвестициите, трябва да бъде посочена и печалбата от минали периоди. Не са малко авторите, които доказват, че именно тя е съществен фактор за осъществяване на инвестиционна дейност. Още J. Tinbergen³ в свое икономическо изследване показва, че равнището на инвестициите е силно зависимо от величината на положителния финансов резултат, реализиран през предходните години. Ето защо в практиката на много предприятия обемът на финансовите ресурси, предназначени за реализиране на нови проекти, се определя не на база очакванията за бъдещите печалби, а на основата на наличностите, произтичащи от печалбите от минали години. В тази връзка, ако две предприятия са поставени при еднакви условия – себестойност, конкуренция, производствен капацитет и имат възможност да изберат между двата метода на финансиране – финансиране със собствени капитали и външно финансиране, предприятието което практикува финансиране със собствени капитали, ще инвестира повече от предприятието, която заема своя капитал. Трябва да се има предвид, че липсата на външни финансови ресурси, много често е една от основните причини, чрез които се обяснява спадането растежа на инвестициите.

Съществен недостатък при финансирането със собствен капитал на инвестиции е, че невинаги се взема предвид очаквана печалба. Финансираните със собствен капитал инвестиции невинаги са съобразени със строгите изисквания на рентабилността, тъй като капиталите се разглеждат като “безплатни”, липсва срок, както при заемите, задълбоченост на проучването на проектите преди отпускането на външните ресурси и др. Необвързаността на финансирането с бъдещите печалби може да бъде и изразение на неправилно отношение към риска, техническите открития.

Понякога се получава така, че вместо инвестиционните проекти да са тези, които търсят начини за финансиране, често се случва вътрешните ресурси да търсят проектите. В последния случай, инвестиционните проекти могат да се окажат лоши и да не залагат сериозно на бъдещата печалба (доходността). Съображенията за бъдещата печалба (доходността) може да се окажат неясни тогава, когато финансираните със собствен капитал инвестиции са резултат по-скоро на мотиви, свързани с реалното инвестиране на пари, без да се направи оценка на рентабилността и риска.

Заклучение

Оптимизиране финансирането на предприятието гарантира определени граници на растеж, вземане на правилни инвестиционни решения и рационално разпределение на средствата за инвестиции. В условията на икономическа криза запазването и достигането на определени пазарни позиции по отношение на конкурентите зависи от инвестиционната програма на предприятието. Успешното реализиране на програмата може да стане, ако правилно се използват всички ресурси за финансиране, т.е. чрез рационалното съчетаване на финансирането със собствен капитал и външното финансиране.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Александров, Ст. и др.** Финансово управление на фирмата. София, 2000. // **Aleksandrov, St. i dr.** Finansovo upravlenie na firmata. Sofiya, 2000.
2. **Галяревская, Л., А. Вихарева.** Анализ и оценка финансовой устойчивости коммерческого предприятия. СПб. Питер 2003. // **Galyarvskaya, L. i A. Vihareva.** Analiz i otsenka finansovoyustoychivosti kommercheskoto predpriyatiya. SPb. Piter 2003.
3. **Ненков, В.** Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1999. // **Nenkov, V.** Samofinansirane na firmata. Svishtov, 1999.
4. **Ненков, В.** Финансов анализ на предприятието. София, 2014. // **Nenkov, V.** Finansov analiz na predpriyatieto. Sofiya, 2014.
5. **Петров, С.** Управление на риска. София, 2008. // **Petrov, S.** Upravlenie na riska. Sofiya, 2008.
6. **Dobbin, R. and Witt, St.** Practical Financial Management. New York, 1998. // **Dobbin, R. and Witt, St.** Practical Financial Management. New York, 1998.
7. **Tinbergen, J.** On the Theory of Economic. Amsterdam, 1952. // **Tinbergen, J.** On the Theory of Economic. Amsterdam, 1952.

³ **Tinbergen, J.** On the Theory of Economic. Amsterdam, 1952.