

ФАКТОРИ ЗА ТЪРГОВСКИТЕ ДЪЛГОВЕ НА ФИРМИТЕ И ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА РЕДУЦИРАНЕ НА МЕЖДУФИРМЕНАТА ЗАДЛЪЖНЯЛОСТ

Разгледани са основните теоретични постановки за финансирането на фирмите с търговски кредит и са представени резултати от емпирично изследване по метода на множествен регресионен анализ на факторите, влияещи върху нивото на търговска задлъжнялост на българските нефинансови предприятия. Конструирани са модели, тествани за две последователни години, отделно за МСП и големите предприятия, което позволява отчитането на различията между тях, в т.ч. по отношение на достъпа до институционално финансиране, в качеството на мениджмънта и т.н. Основните резултати, установени при изследването, са, че търговският кредит е субститут на институционалното кредитиране и че фирмите задлъжняват към други фирми, за да финансират собствените си търговски вземания и да хеджират риска по тях. Това заедно с рисковото управление на финансовата структура при МСП е предпоставка за формиране на вериги от просрочени задължения. Формулирани са също възможности за намаляване на междуфирмената задлъжнялост и регулиране на нейния размер в бъдеще.

JEL: G30; G32; G39

Кредитът от доставчиците е традиционен източник на финансиране за фирмите, който е обект на множество теоретични и емпирични изследвания в различни страни по света, но все още остава извън фокуса на изследователския интерес у нас. Наред с ползите от употребата на търговски кредит прекомерното нарастване на задлъжнялостта на фирмите към доставчици в дадена икономика и особено повишението на дела на просрочените задължения е свързано и с редица неблагоприятни ефекти. Те се появяват както на ниво предприятия, сред които разходи за защита от лоши вземания, загуба на рентабилност и ликвидност, пропуснати ползи от свиване на продажбите на кредит, заплаха от изпадане в неплатежоспособност, така и на макроикономическо равнище като риск от масови фалити, свиване на икономиката, заетостта и приходите в бюджета, риск за стабилността на финансовата система и т.н.

По данни на Българската стопанска камара (БСК) в продължение на години в България се наблюдава превишение на задълженията на фирмите спрямо БВП на страната (Българска стопанска камара. Задължения на предприятията от нефинансовия сектор на икономиката...). През 2010 г. междуфирмената задлъжнялост достига 104.2 млрд. лв., или 66% от всички фирмени задължения (157.6 млрд. лв.).

Обикновено търговският кредит е разглеждан като субститут на институционалното финансиране, макар че съществуват и анализи, които представят доказателства, че търговският и банковият кредит могат да бъдат и комплемен-

* Институт за икономически изследвания на БАН, секция "Икономика на фирмата", galya_taseva@abv.bg

тарни източници на финансиране. Една от основните задачи тук е именно да се тества дали в българските икономически условия кредитите от доставчиците и тези от финансовите институции са субститути, или се допълват.

Като причина за едновременното използване на финансиране от доставчиците и от банките се посочва различието в матуритетите на търговския кредит, който обикновено е краткосрочен, и на банковия кредит, характеризиращ се с по-дълъг срок (вж. Cole, 2010). Освен това търговският кредит подобрява репутацията на по-новите и малки фирми пред банките поради информационните предимства, които имат доставчиците (вж. Gama, Mateus and Teixeira, 2008). Употребата на финансиране от доставчиците облекчава достъпа до банково кредитиране благодарение на сигналния ефект на търговския кредит. Способността на фирмите-клиенти да привличат финансиране от своите търговски партньори е индикатор за нисък риск от неплатежоспособност (вж. Alphonse, Ducret and Severin, 2003; Antov and Atanasova, 2007).

Nielsen (1999) обаче доказва, че в страни, в които фирмите имат добри отношения с банките, употребата на търговски кредит е по-слаба. Изследвайки малки фирми, за които е по-характерно, отколкото за големите, да имат затруднения в привличането на институционално финансиране, той установява нарастване на стойността на ползвания търговски кредит в случаите на свиване на банковия. Негативна връзка между силата на взаимоотношенията с банките и търсенето на търговски кредит от фирмите откриват и Petersen and Rajan (1997). Способността на фирмите да генерират вътрешен финансов ресурс също понижава търсенето на финансиране от доставчиците. Ликвидните предприятия са по-склонни да дават, отколкото да търсят търговски кредит (Petersen and Rajan, 1997).

Доставчиците финансират клиентите си, дори когато банките не са склонни да им отпускат кредити, тъй като имат редица предимства като кредитори в сравнение с финансовите институции. Такива предимства са по-лесен и евтин достъп до информация благодарение на редовните търговски контакти; възможност за упражняване на натиск за връщане на кредита под заплахата от прекратяване на доставките; по-лесна препродажба на стоката, ако се наложи; по-малък риск от отклоняване на стоките за различна от договорената употреба поради ниската им ликвидност за разлика от парите, които са изложени на висок морален хазарт. Освен това фирмите имат имплицитен дял в капитала на клиентите и интерес от поддържане на дългосрочни отношения с тях (вж. Petersen and Rajan, 1997; Smith, 1987; Cunat, 2003; Giannetti, Burkart and Ellingsen, 2007; Frank and Maksimovic, 2005).

Фирмите с финансови проблеми ползват повече търговски кредит като субститут на алтернативните източници за финансиране, които намаляват с нарастването на риска от неплатежоспособност (Petersen and Rajan, 1997; Frank and Maksimovic, 2005; Molina and Preve, 2007; Wilner, 2000). В литературата обаче съществуват примери за трудности на такива фирми и в привличането на финансиране от доставчиците (вж. Molina and Preve, 2007; Andrade and Kaplan, 1998).

Големите предприятия използват по-малко търговски кредит при финансово разстройство, отколкото малките. Размерът на фирмата е апроксиматор за качеството на мениджмънта и информационната прозрачност, които влияят върху отношенията с финансовите институции и възможността за привличане на финансиране от тях (вж. Molina and Preve, 2007).

В нормални икономически условия върху склонността на фирмите да предоставят и ползват търговски кредит влияят техни характеристики като възрастта и размера, които са индикатор за кредитоспособността им. Често по-големите фирми, които се приемат за по-малко рискови, са склонни да заемат повече, въпреки че имат по-високи парични потоци и по-ниски възможности за растеж (вж. Petersen and Rajan, 1997).

От значение са и пазарните позиции на страните по търговските сделки. Съществуват доказателства, че колкото по-голяма е пазарната сила на фирмите, толкова повече търговски кредит привличат от доставчиците си (вж. Dass, Kale and Nanda, 2010; Fabbri, and Klapper, 2008).

Фирмите използват търговския кредит и като механизъм за намаляване на различни видове разходи. Например те могат да редуцират транзакционните разходи, като вместо да плащат при всяка доставка, извършват това периодично. Използването на отсрочено плащане едновременно при покупките и продажбите им дава възможност да формират очакванията си за нетния паричен поток и да се адаптират към необичайни колебания или тенденции в паричните си запаси, което позволява държане на по-малък паричен резерв и по-ниски разходи по неговото поддържане (вж. Ferris, 1981).

Търговският кредит има отношение и към управлението на доставките. Предоставянето му е инструмент за субсидиране на разходите на търговските партньори по държането на запаси, с което те да бъдат стимулирани към производство и съответно към повишаване на покупките или поне към поддържане на тяхното ниво (вж. Daripa and Nilsen, 2005).

Fabbri и Klapper (2008) разглеждат задълженията по търговския кредит като инструмент за хеджиране на риска по краткосрочните вземания чрез изравняване на матуритетите на активите и пасивите. Той се използва за напасване на краткосрочните вземания и задължения както от малки фирми с ограничен достъп до банково финансиране, така и от големи компании с възможности да договарят по-изгодни условия по търговския кредит от тези по алтернативните източници на външно финансиране. Малките фирми, изпитващи затруднения в достъпа до кредитиране, използват търговски кредит като инструмент на конкурентна борба на продуктивния пазар, като го финансират с помощта на задължения към доставчиците си, докато големите компании, разполагащи с достатъчно финансов ресурс, задължняват по търговски кредити, за да хеджират риска по вземанията си (вж. Fabbri and Klapper, 2008).

Освен това се разкрива *ex post* стремеж към изравняване на матуритетите. В страните в преход фирмите, които събират със закъснение взема-

нията си, са склонни да забавят плащанията по своите задължения към доставчици (вж. Johnson, McMillan and Woodruff, 2002). Същият резултат получават за френските компании и Boissay и Gropp (2007).

Докато в последните два случая фирмите са принудени да забавят плащането по своите задължения поради просрочените си вземания, то според Fabbri и Klapper (2008) те доброволно и последователно ползват задълженията си, за да хеджират риска по краткосрочните си вземания. Тези от тях, които получават предсрочно сумите по продадените на кредит стоки, са по-склонни да се издължат предсрочно на доставчиците си, стремейки се да напасват платежната структура по вземанията и задълженията си, вместо да се опитват максимално да увеличат привлечените като финансиране от доставчиците суми.

Практиката на нагаждане зависи и от наличието на вътрешни ресурси. Фирмите, които реинвестират печалбата си и имат достъп до банкови кредити, разчитат по-малко на финансиране от доставчиците, за да разширяват отпускания от тях търговски кредит (Fabbri and Klapper, 2008).

Емпирично изследване на търговските задължения на фирмите

Използвани са данни за 299 нефинансови предприятия от всички сектори на икономиката за три последователни години - 2007, 2008 и 2009 г., предоставени от Националния статистически институт. Изследваните фирми са обособени в две подсъвкупности от 199 МСП и 100 големи предприятия според критерия "брой заети лица". В рамките на подсъвкупностите фирмите са избрани по случаен начин, което осигурява представителност на получените при анализа резултати.

Изборът на изследователски подход за отделен анализ на данните от финансовите отчети на МСП и големите предприятия (с над 249 заети) позволява отчитането на различията между тях, в т.ч. по отношение на достъпа до институционално финансиране, възможностите за провеждане на самостоятелна политика по търговско кредитиране, различията в потенциала за абсорбиране на икономически шокове и в качеството на мениджмънта.

Решението за отделен анализ на МСП и големите предприятия е продиктувано и от факта, че делът на големите фирми у нас е изключително малък (според наши изчисления по данни на НСИ за 2009 г. е едва 0.21% от общия брой на нефинансовите предприятия). Поради това при извадка от порядъка на няколко стотин (а дори и няколко хиляди) фирми, която да съответства на структурата на генералната съвкупност, големите предприятия биха били твърде слабо представени и биха останали реално извън обхвата на изследването.

Макар и с малък относителен брой, големите предприятия произвеждат съществен дял от БВП на страната и осигуряват близо $\frac{1}{4}$ от работните места на заетите в нефинансовите предприятия (24% за 2009 г. според изчисления на автора по данни на НСИ), поради което анализът на междуфирмената

задължнялост при тях също предполага изследване. Освен това в теорията те се разглеждат като трансмитори на ликвидност към по-малките фирми, особено в ситуация на свиване на банковото кредитиране, което се наблюдава в България през кризата.

Финансовите данни, използвани при изследването, са от неконсолидирани отчети на предприятията, с което се избягват възможни изкривявания в резултатите. Изборът на употреба на консолидирани данни крие риск от неточни изводи, тъй като води до автоматично нарастване на вземанията и задълженията през първата година, в която фирмата започне да консолидира отчетите си (вж. Rajan and Zingales, 1995; Delannay, and Weill, 2004).

Представени са фирми от всички нефинансови сектори на икономиката от "А" до "S" по КИД-2008 (без сектори "К" – "Финансови и застрахователни дейности" и "О" – "Държавно управление").

През 2009 г. в сравнение с 2008 г. при МСП се наблюдава намаление на средната стойност на нетните приходи от продажби (НПП) и рязко нарастване (от 0.26 на 0.44) на съотношението на средната стойност на търговските задължения спрямо тази на оборота на фирмите. Това показва утежняване на проблема с междуфирмените дългове, тъй като е индикатор за трудности при тяхното обслужване в резултат от намалението на нетните приходи от продажби по време на кризата и ограниченото генериране на вътрешен финансов ресурс. Свитото кредитиране от финансови институции и повишаването на лихвените проценти допълнително затруднява редовното погасяване на задълженията към търговските партньори.

При големите предприятия отново се наблюдава намаление на средната стойност на НПП, но делът на търговските задължения спрямо приходите от продажби нараства само с 3 процентни пункта през 2009 г. спрямо 2008 г. (за сравнение при МСП увеличението е с 18 процентни пункта). Възможно обяснение е, че големите предприятия традиционно имат по-лесен достъп до институционално кредитиране и съответно по-малка необходимост от финансиране от доставчиците, както и по-добра възможност за редовно плащане по търговските кредити.

Таблица 1

Средна стойност на отношението на търговските задължения към НПП по години

	Години	Търговски задължения/НПП
Малки и средни предприятия	2009	0.44
	2008	0.26
Големи предприятия	2009	0.33
	2008	0.30

През всички години от периода 2007 – 2009 г. поне половината от големите предприятия са нетни длъжници, което потвърждава, че в развиващите

се икономически тези фирми използват пазарната си сила, за да привличат финансиране от доставчиците си. С влошаването на икономическата обстановка и ограничаване на достъпа до институционално финансиране, съпроводено с повишаване на лихвените проценти по банковите кредити, се наблюдава постепенно нарастване на дела на нетните длъжници от МСП и на нетните кредитори от големите предприятия. С развитието на кризата последните се превръщат в трансмитори на ликвидност за по-малките и кредитно затруднени фирми.

Таблица 2

Процент от фирмите, нетни кредитори или длъжници

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

За целите на представеното тук изследване са създадени два модела - за търговските задължения на МСП и на големите предприятия, които са тествани за две последователни години – 2008 и 2009. Липсата на данни за някои от обясняващите променливи за 2007 г. води до намаляване на броя на годините, за които се тестват моделите. Причина за това е и използването на лагови променливи, но употребата им дава възможност за динамизиране на моделите и отчитане на влиянието на времето.

Данните са обработени с програмен продукт SPSS. Методът за изследване е множествен регресионен анализ.

Като зависими променливи в моделите са използвани търговските задължения (ТЗ) – задължения към доставчици и клиенти-нефинансови предприятия, а индикатори за изследването на задълженията са:

- нетни приходи от продажби - индикатор за мащаба на фирмите;
- съотношение на вземанията от клиенти и доставчици към НПП (В/НПП) – служи за изследване на въздействието на дела на продажбите на кредит върху търговските задължения;
- неразпределена печалба (НП) – индикира способността на фирмата да генерира вътрешен финансов ресурс;
- дълготрайни материални активи (ДМА) – служи за изследване на направлението на използване на привлечения от доставчиците ресурс и за бариерите за навлизане в бизнеса;
- материални запаси (МЗ) - индикатор за направлението на използване на привлечения от доставчиците ресурс и за значението на складовите разходи;

- задължения към финансови предприятия (ЗФП) - показват способността да се привлича външно финансиране, общо краткосрочно и дългосрочно;
- краткосрочни задължения към финансови предприятия (КЗФП) – индикатор за способността да се привлича обратно институционално финансиране;
- коефициент на дълга към активите (задлъжнялост към кредиторите) с лаг една година (Д/А лаг1) – изчислен като съотношение на стойността на задълженията, от която са приспаднати собственият капитал, приходите за бъдещи периоди и финансираната към стойността на активите. Приспадането на собствения капитал, приходите за бъдещи периоди и финансираната се прави, тъй като те фактически не са дължат на кредиторите.

Модел за търговските задължения на МСП

В този модел за 2009 и 2008 г. участват като обясняващи променливи: НПП, В/НПП, ЗФП, ДМА, коефициент на Д/А за предходната година. Характеристиките на модела за търговските задължения на МСП за 2009 г. са представени на табл. 3.

Таблица 3

Correlation coefficient (R)	Coefficient of determination (R ²)	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate	F statistic	Sig.
0.862	0.743	0.736	1674.93644	111.657	0.000

Тъй като равнището на значимост на F критерия $Sig. = 0.000 < 0.05$ при риск за грешка 5%, а дори и при пренебрежимо ниско ниво на риск, имаме основание да приемем, че моделът е адекватен и е налице закономерна множествена линейна зависимост на търговските задължения при МСП от включените в модела факторни променливи. Коефициентът на корелация, измерващ теснотата на множествената зависимост (вж. Бошнаков, 2009, с. 119) $R = 0.862 > 0.7$, което свидетелства за силна връзка, а коефициентът на детерминация достига 0.743, или съвкупното влияние на различията в стойността на независимите променливи в модела обяснява 74% от различията в стойността на търговските задължения при МСП за 2009 г.

Таблица 4

Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските задължения на МСП за 2009 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-551.349	208.927	-	-2.639	0.009
НПП	0.215	0.012	0.814	17.280	0.000
В/НПП	828.649	320.094	0.096	2.589	0.010
ЗФП	-0.112	0.019	-0.268	-5.925	0.000
ДМА	0.121	0.031	0.195	3.913	0.000
Д/А лаг1	742.959	306.643	0.090	2.423	0.016

Таблица 5

Корелационна матрица за факторите в модел за търговските задължения на МСП за 2009 г.

	НПП	В/НПП	ЗФП	ДМА	Д/А лаг1
НПП	1	0.104	0.466	0.608	0.025
В/НПП	0.104	1	-0.029	0.068	0.132
ЗФП	0.466	-0.029	1	0.555	0.110
ДМА	0.608	0.068	0.555	1	0.037
Д/А лаг1	0.025	0.132	0.110	0.037	1

Не се установява наличие на мултиколинearност, няма нито един коефициент (с изключение на тези по главния диагонал), който да надвишава 0.7.

Характеристиките на модела за търговските задължения на МСП за 2008 г. са представени на табл. 6:

Таблица 6

Correlation coefficient (R)	Coefficient of determination (R^2)	Adjusted R^2	Std. Error of the Estimate	F statistic	Sig.
0.833	0.694	0.686	2449.166	88.799	0.000

Таблица 7

Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските задължения на МСП за 2008 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-821.740	305.432	-	-2.690	0.008
НПП	0.164	0.013	0.642	12.388	0.000
В/НПП	1106.582	464.632	0.095	2.382	0.018
ЗФП	-0.0230	0.024	-0.465	-9.482	0.000
ДМА	0.330	0.038	0.462	8.766	0.000
Д/А лаг1	824.022	413.363	0.079	1.993	0.048

От корелационната матрица се вижда, че и за 2008 г. не е налице мултиколинearност.

Таблица 8

Корелационна матрица за факторите в модел за търговските задължения на МСП за 2008 г.

	НПП	В/НПП	ЗФП	ДМА	Д/А лаг1
НПП	1	0.073	0.522	0.601	0.023
В/НПП	0.073	1	0.033	0.151	0.003
ЗФП	0.522	0.033	1	0.529	0.083
ДМА	0.601	0.151	0.529	1	0.047
Д/А лаг1	0.023	0.003	0.083	0.047	1

По отношение на влиянието на факторите, включени в модела за търговските задължения на МСП, се установяват следните резултати:

- *Нетни приходи от продажби.* Съществува положителна връзка с НПП, които са индикатор за размера на фирмата. По-големите предприятия имат по-силна пазарна позиция и успяват да привлекат повече финансиране от доставчиците си. Освен това те извършват повече покупки и закономерно имат повече задължения към доставчици.

- *Съотношение на вземанията от клиенти и доставчици към нетни приходи от продажби.* В съответствие с транзакционната теория се открива позитивна зависимост между търговските задължения и дела на вземанията в стойността на приходите от продажби. Употребата на търговски кредит едновременно при покупките и при продажбите позволява на фирмите да намалят разходите и да осъществяват дейността си с по-малък паричен резерв. Освен това те се стремят да хеджират риска по вземанията си от клиенти чрез напасване със задълженията към доставчици. Предприятията финансират продажбите си при условия на отсрочено плащане с кредити от собствените си доставчици.

- *Дълготрайни материални активи.* Установената позитивна зависимост свидетелства за рисковото финансово управление при МСП, изразяващо се в неспазване на правилото за съответствие на матуритета на пасивите и финансираните с тях активи. Част от ДМА се финансират със задължения към доставчици, които са почти изцяло краткосрочни. Това повишава финансовия риск и вероятността от поява на ликвидни проблеми, а оттук и вероятността за забавяне на плащанията към самите доставчици. Причините за това могат да бъдат недостатъчно качество на мениджмънта, стремеж към повишаване на рентабилността на активите за сметка на поемане на по-висок риск и/или трудности в набавяне на финансов ресурс, особено дългосрочен, което е резултат от недостатъчното развитие на финансовия сектор у нас и риска в икономиката.

Високите стойности на ДМА означават и по-големи постоянни разходи и съответно загуби при намаляване или спиране на производството, покриването на които изисква поддържане на определен обем производство. Това означава, че тези фирми извършват и повече покупки на необходимите ресурси за дейността на фирмата и съответно търсят повече търговски кредит.

По-високите нива на ДМА индикират и по-високи бариери за навлизане в бизнеса и по-малък брой конкуренти. Това дава пазарна власт на фирмите и възможност за привличане на повече финансиране от доставчиците.

- *Задължения към финансови предприятия.* Установената негативна връзка на задълженията към доставчици и клиенти със стойността на задълженията към финансови предприятия показва, че при МСП в България търговският кредит е субститут на институционалното финансиране. Това е закономерен резултат в условия на недостатъчно развит фондов пазар и още повече при криза и свиване на банковото кредитиране, съпроводено от повишаване на лихвените проценти по кредитите, предоставяни от банките. Допълнителен извод, който се налага, е, че търговският кредит, който е предимно краткосрочен, се ползва от

МСП като заместител на дългосрочно институционално финансиране, което се потвърждава и от позитивната връзка между ДМА и стойността на задълженията към доставчици. Това отново индикира високия риск при управлението на финансовата структура на МСП у нас. Изводът е, че свиването на банковото кредитиране и повишаването на неговата цена се отразява в посока нарастване на задлъжнялостта към доставчици при МСП не само поради ефекта на субституция между търговското и банковото кредитиране, а и по линия на повишаване на финансовия риск от недобре балансирана финансова структура, представляваща сериозна предпоставка за поява на ликвидни проблеми и просрочия по междуфирмени задължения.

● *Коефициент дълг/активи с лаг 1 година (коефициент на задлъжнялост към кредиторите)*. Достигнатото ниво на задлъжнялост към кредиторите е индикатор за финансовия риск, на който е носител фирмата. Колкото по-висок е този коефициент, толкова по-голяма е вероятността от изпадане в ситуация на финансово разстройство и невъзможност за обслужване на задълженията. Колкото по-висока е задлъжнялостта на предприятието, толкова по-трудно е и привличането на допълнително външно финансиране. Отново се потвърждава, че институционалното и търговското кредитиране са субститути. Според финансовата теория за търговския кредит фирмите имат предимства пред банките при кредитирането и поради това са склонни да заемат и на рискови клиенти, които не биха получили институционално финансиране. Освен това имат имплицитен дял в капитала на клиентите си и са заинтересувани от тяхното оцеляване.

Често разширяването на търговския кредит е и недоброволно от страна на фирмите-кредитори, което се потвърждава от високите нива на просрочените междуфирмени дългове.

Модел за търговските задължения на големите предприятия

В модела за търговските задължения на големите предприятия факторните променливи са следните: НПП, В/НПП, КЗФП, НП, МЗ.

Характеристиките на модела за 2009 г. са представени на табл. 9.

Таблица 9

Correlation coefficient (R)	Coefficient of determination (R^2)	Adjusted R^2	Std. Error of the Estimate	F statistic	Sig.
0.985	0.970	0.968	12043.984	605.108	0.000

Налице е много силна множествена корелационна зависимост ($0.7 < R = 0.985 < 1$). Съвкупното влияние на включените в модела фактори обяснява почти напълно вариацията на резултативната променлива. 97% (R^2) от различията в стойността на търговските задължения при големите предприятия от нефинансовия сектор на икономиката са свързани с различията в стойността на включените в модела фактори.

Таблица 10

Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските задължения на големите предприятия за 2009 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-3912.732	1547.167	-	-2.529	0.013
НПП	0.247	0.006	1.053	42.270	0.000
В/НПП	29694.605	4222.041	0.133	7.033	0.000
КЗФП	-0.468	0.121	-0.111	-3.852	0.000
НП	-0.404	0.075	-0.125	-5.359	0.000
МЗ	0.258	0.114	0.062	2.264	0.026

Проверката с помощта на корелационна матрица за наличие на мулти-колинеарност показва отсъствието на такава.

Таблица 11

Корелационна матрица за факторите в модел за търговските задължения на големите предприятия за 2009 г.

	НПП	В/НПП	КЗФП	НП	МЗ
НПП	1	-0.014	0.636	0.180	0.185
В/НПП	-0.014	1	0.019	0.171	0.294
КЗФП	0.636	0.019	1	0.088	0.475
НП	0.180	0.171	0.088	1	0.547
МЗ	0.185	0.294	0.475	0.547	1

Моделът е тестван и за 2008 г. и отново показва висока обяснителна способност.

Характеристиките на модела за търговските задължения на големите предприятия за 2008 г. са представени на табл. 12.

Таблица 12

Correlation coefficient (R)	Coefficient of determination (R^2)	Adjusted R^2	Std. Error of the Estimate	F statistic	Sig.
0.950	0.902	0.897	17203.029	168.146	0.000

Таблица 13

Резултати за обясняващите променливи в модела за търговските задължения на големите предприятия за 2008 г.

	B (unstandardized coefficients)	Std. Error	Beta (standardized coefficients)	t	Sig.
Константа	-469.106	2252.975	-	-0.208	0.836
НПП	0.188	0.008	1.111	24.110	0.000
В/НПП	24748.248	7117.791	0.120	3.477	0.001
КЗФП	-1.141	0.161	-0.380	-7.100	0.000
НП	-0.577	0.090	-0.274	-6.439	0.000
МЗ	0.976	0.129	0.359	7.563	0.000

Изпълнено е изискването на множествения регресионен анализ факторните променливи да бъдат независими помежду си, в корелационната матрица няма нито един коефициент, по-голям от 0.7.

Таблица 14

Корелационна матрица за факторите в модела за търговските задължения на големите предприятия за 2008 г.

	НПП	В/НПП	КЗФП	НП	МЗ
НПП	1	0.045	0.649	0.175	0.219
В/НПП	0.045	1	0.024	0.319	0.204
КЗФП	0.649	0.024	1	0.055	0.496
НП	0.175	0.319	0.055	1	0.503
МЗ	0.219	0.204	0.496	0.503	1

По отношение на въздействието на факторите, участващи в модела за задълженията на големите предприятия, се установяват следните резултати:

- *Нетни приходи от продажби.* Между размера на фирмите, измерен чрез НПП, и търговските задължения има позитивна връзка. Фирмите с по-голям оборот извършват повече покупки. Те имат и по-силни пазарни позиции и успяват да привлекат повече финансиране от доставчиците.

- *Отношение на вземанията към нетните приходи от продажби.* Както и при МСП, в съответствие с транзакционната теория се установява позитивна зависимост между дела на продажбите на кредит и стойността на задълженията към доставчици. Фирмите привличат търговски кредит, за да финансират инвестициите си във вземания. Едновременното прилагане на отсрочено плащане по покупките и продажбите намалява необходимостта от поддържане на голям паричен резерв и позволява преодоляването на проблеми, възникнали в резултат от временен ликвиден недостиг. Напасвайки търговските вземания и задължения, предприятията се стремят и да хеджират риска от лоши кредити към клиенти. Този мотив се подсилва от високите нива на просрочени задължения между фирмите в България. Компаниите, изправени пред забавяне на плащанията от клиенти, просрочват собствените си задължения към доставчици - било поради създадените ликвидни затруднения, или в стремежа си да изравнят матуритетите им, което придава верижен характер на междуфирмената задлъжнялост.

- *Материални запаси.* Позитивната връзка със зависимата променлива индикира стремежа на фирмите да финансират материалните си запаси, които имат краткосрочен характер, със задължения към доставчици и клиенти, които също са краткосрочни. Това дава възможност на големите предприятия, при които качеството на мениджмънта е по-добро, да постигнат по-висока ефективност. Потвърждава се и транзакционната теория, според която търговският кредит е субсидия за държането на запаси от суровини. Кризата води до свиване на пазарите и трудности при реализацията на

продукция, което кара фирмите да предпочитат стратегията на изчакване пред незабавното производство и на свой ред затруднява доставчиците на суровини. Това стимулира доставчиците да субсидират клиентите си, предоставяйки им търговски кредит.

● *Краткосрочни задължения към финансови предприятия.* Негативната зависимост на ТЗ и КЗФП показва, че и при големите предприятия у нас кредитът от доставчиците и от финансовите институции са субститути. Въпреки по-лесния си достъп до външно финансиране и големите фирми изпитват недостиг на финансов ресурс, който се стремят да компенсират, привличайки повече финансиране от доставчиците си. Свиването на банковото кредитиране и повишаването на лихвените проценти по кредитите, както и липсата на алтернативни източници на финансиране водят до нарастване на задлъжнялостта между фирмите независимо от техния размер.

● *Неразпределена печалба.* Тя е индикатор за способността на фирмата да генерира вътрешен финансов ресурс. Колкото по-висока е тази способност, толкова по-малка е необходимостта от външно финансиране, в т. ч. и от доставчиците, с което се обяснява негативната връзка със зависимата променлива в модела. В допълнение фирмите с по-голяма неразпределена печалба имат по-лесен достъп до външно финансиране в случай на необходимост и недостиг на разполагаемите собствени средства.

Изводи от изследването на търговските задължения и възможности за намаляване на междуфирмената задлъжнялост

Анализът показва, че икономическата криза дава своето отражение върху търсенето на търговски кредит и оттук - върху стойността на търговските задължения на фирмите поради ограничаването на достъпа до институционално финансиране и недостига на ликвидност.

Създадените модели отделно за МСП и за големите предприятия са тествани за две последователни години и показват устойчивост във времето, като се запазва тяхната значимост и обяснителна способност през различните години. Това дава основание те да послужат при изработването на препоръки за преодоляване на проблема с междуфирмената задлъжнялост в страната.

По-високият коефициент на детерминация на модела за големите фирми спрямо този за МСП отразява по-доброто качество на мениджмънта и по-добрата възможност за провеждане на самостоятелна дискреционна политика по управление на търговските задължения при големите фирми в сравнение с МСП, при които значението на случайни фактори е по-силно изразено.

За разлика от модела за големите предприятия в този за задълженията на МСП участва променлива с едногодишен лаг - коефициента на дълга към активите. Резултатите от изследването показват, че при равни други условия по-силно задлъжнелите МСП търсят повече търговски кредит и имат по-големи задължения към доставчици, които служат като субститут на институ-

ционалното финансиране. Високата задлъжнялост и рискът от изпадане във финансово разстройство оказват по-съществено въздействие върху достъпа до финансиране при МСП, отколкото при големите фирми. Сред причините за това са традиционно по-добрите отношения на последните с банките поради значението на тези предприятия за техния бизнес, по-високата информационна прозрачност и по-доброто качество на мениджмънта им и оттук по-ниският риск при кредитирането на тези фирми. Освен това МСП имат по-малък избор от алтернативни източници за финансиране и по-ограничена възможност за рефинансиране на дълга при финансови трудности да обслужват задълженията си към старите кредитори. Така се обяснява и нарастването на дела на нетните длъжници по търговски кредит при МСП по време на кризата, когато се влошава финансовото състояние на предприятията и се свива достъпът до банково кредитиране, както и увеличаването на дела на нетните кредитори при големите предприятия, служещи като трансмитори на ликвидност.

Резултатите от множествения регресионен анализ на задълженията на МСП показват също, че те поемат висок риск, финансирайки дълготрайни активи чрез краткосрочни задължения към доставчици. Това несъответствие е генератор на ликвидни проблеми и невъзможност за посрещане на падежиращи се търговски дългове. Ето защо за намаляване на междуфирмената задлъжнялост и по-специално на просрочените дългове от съществено значение е подобряването на цялостното финансово управление на фирмите.

Намаляването на нивата на междуфирмена задлъжнялост изисква разнообразяването и по-широкото навлизане на утвърдени в световната практика техники за защита от лоши вземания. Сред тях са арбитражът и медиацията, които имат редица предимства пред съдебните процедури за събиране на дългове като бързина, по-ниски разходи и най-вече възможност за запазване на търговските отношения. От съществено значение е повишаването на качеството на управление на търговско кредитиране, в т.ч. по-добро документално оформяне на вземанията, налагане на лихви за забава, проучване кредитоспособността на клиентите преди отпускане на кредит, правилното определяне на самите условия по продажбите с отсрочено плащане. За подобряване на управлението на вземанията и намаляване на просрочията може да допринесе ползването на външни доставчици на услуги като факторингови дружества, фирми за събиране на дългове, консултантски фирми, рейтингови агенции.

При изследването се установи ефект на субституция между търговския кредит и кредитирането от финансови институции. Съществен фактор, детерминиращ размера на задлъжнялостта между предприятията, е недостигът на ликвидност, от което следва, че до голяма степен решението на проблема изисква разнообразяване на източниците за финансиране на фирмите и подобряване на достъпа до финансов ресурс чрез развитие на фондовия пазар, публично-частни партньорства, фондовете за рисков капитал, повиша-

ване на усвояемостта по еврофондовете, предоставянето на гаранции от държавата за облекчаване на достъпа до банково кредитиране за МСП.

Понижаването на лихвените проценти по банковите кредити също ще окаже позитивно въздействие за намаляване на дълговете между предприятията, тъй като ще направи финансовия ресурс по-достъпен, но и ще освободи ликвидност у фирмите, с което ще допринесе допълнително за намаляване на задлъжнялостта.

За облекчаване на ликвидните проблеми на предприятията е необходимо навременно разплащане на държавата. Самата тя е източник на ликвидни проблеми за фирмите и генератор на междуфирмената задлъжнялост със забавянето на плащания по обществени поръчки и късното възстановяване на ДДС. По данни на МФ просрочените задължения на централното и местното правителство към 30.09.2011 г. достигат 457 017.3 хил. лв. Освобождаването на тази задържана от държавата ликвидност ще позволи многократно по-голяма редуция на междуфирмената задлъжнялост поради възможността за удовлетворяване на множество задължения с една и съща сума. Отговорността на държавата за решаването на проблема обхваща и изграждането на ефективна институционална среда, в т.ч. приемането и прилагането на ефективно законодателство, което да гарантира защитата на правата на кредиторите по търговски сделки с отсрочено плащане.

Необходимостта от ангажираността на държавата с проблема се признава и на общоевропейско ниво с въвеждането на съществени промени на Директива 2000/35/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 29 юни 2000 г. относно борбата със забавяне на плащания по търговските сделки, които да подобрят пазарната дисциплина и да стимулират длъжниците към своевременно изпълнение на задълженията.

В преработената Директива 2011/7/ЕС от 16 февруари 2011 г. особено внимание се обръща на поведението на държавните органи, въвежда се по-строг режим при забавени плащания от тяхна страна. Поставя се изискване за плащане на фактурите по търговски сделки за доставка на стоки или предоставяне на услуги в рамките на 30 дни, като само при наличие на обективна обосновааност се допуска максимален срок от 60 календарни дни. Презумпцията е, че публичните органи срещат по-малко ограничения при финансиране на дейността си от МСП.

Директивата вмениява като отговорност на държавата и гарантирането на пълна прозрачност и повишаване на осведомеността по отношение на правата и задълженията, произтичащи от нейните норми, както и за средствата за правна защита при забава на плащане сред предприятията. Насърчава се въвеждането на кодекси за плащане в срок в страните-членки на ЕС.

Договорните срокове за разплащане между предприятия също трябва да се ограничат до 60 календарни дни, но се допуска тяхното удължаване при изрична договореност между страните, ако това не представлява явна злоупотреба по отношение на кредитора. Макар че кредиторите не се

задължават да изискват наказателна лихва за просрочие, ключова промяна е приемането за явна злоупотреба на договорното изключване на лихва за забавено плащане и на обезщетение за разноските по събиране на вземането, тъй като много често по-слабата пазарна позиция на продавача е причината за приемане на неизгодни условия на плащане. Без тази клауза до голяма степен би се обезсмислила промяната на Директивата. Лихвата за забава и обезщетението за разноски се дължат, без да е необходимо отправянето на предизвестие към длъжника. При забава кредиторът получава от длъжника минимална фиксирана сума от 40 EUR.

Нормите на Директивата трябва да бъдат транспонирани в законодателствата на европейските страни до март 2013 г. С оглед на тежестта на проблема с междуфирмената задлъжнялост у нас би било полезно този срок да бъде максимално съкратен, макар че въвеждането на Директивата само по себе си не е достатъчна мярка за разрешаване на проблема. Тя е насочена към повишаване на стимулите на длъжниците за навременно изпълнение на задълженията и изграждането на култура за плащане в срок, но не може да реши въпроса относно факторите, пораждащи проблеми при ликвидността и платежоспособността на фирмите.

Освен това по-слабите пазарни позиции на фирмите в резултат от ниската конкурентоспособност и стремежа към реализация на продукцията могат да доведат до приемане на явно неизгодни за кредитора условия на плащане и укриване на обороти с цел заобикаляне на разпоредбите на Директивата. Неотчитането на търговските сделки означава, че реално фирмите се лишават от възможността за прилагане на почти всички мерки за защита от лоши вземания. Във връзка с това един от механизмите за намаляване на междуфирмените дългове е свързан с повишаване на конкурентоспособността и оттук – с подобряване на пазарните позиции на фирмите и условията за плащане по търговските сделки.

Предпоставка за предприемане на адекватни мерки от страна на държавата е създаването на показател за нивото на междуфирмената задлъжнялост. За това, а също и за преодоляване на информационната непрозрачност и произтичащите от нея трудности в оценката на риска при търговското кредитиране, може да допринесе създаването на единен регистър за некоректните фирми-длъжници по търговски задължения, в който могат да бъдат отразени и просрочени задължения към финансови институции, към държавата и към заетите във фирмата.

Досегашните опити на отделни фирми за създаване на регистри с некоректни платци по търговски задължения не дават необходимия резултат. А Регистърът на длъжниците към Камарата на частните съдебни изпълнители предоставя информация само за наличие или липса на образувани изпълнителни дела при частни съдебни изпълнители на територията на страната. Предоставяните справки пък имат само информативен характер и не пораждат никакви права, задължения или отговорности за издадения съдебен

изпълнител, за Камарата на частните съдебни изпълнители или за трети организации и лица (вж. <https://www.registry.bcpea.org/>).

Необходимо е изграждане на единен национален регистър, съдържащ по-широк набор от непрекъснато актуализирани данни, като подаването на информация за забавено вземане и вписването в регистъра да имат определени правни последици съответно за кредитора и длъжника по просроченото задължение. Изграждането на такъв регистър е по-ефективна мярка, тъй като гарантира достъпа на всички фирми до унифицирана информация за просрочените задължения на дадена фирма към различни кредитори и по-добра възможност за преценка за готовността ѝ за навременно плащане. Още повече, че различната законова защита на правата на видовете кредитори създава предпоставки за различия и в стимулите на длъжниците и приоритета за навременно плащане на съответните задължения. Единният регистър ще позволи и постигане на икономии от мащаба и спестяване на време и разходи на фирмите за проверка на кредитоспособността на контрагентите чрез предоставянето от един източник на достъп до максимално пълна и актуална информация за некоректни длъжници. Ефектът от включването на некоректен длъжник в общ национален регистър би бил по-силен, отколкото регистрацията в отделен такъв с по-ограничена база данни и потесен кръг потребители на информацията от него.

Пред употребата на кредитните регистри за некоректни длъжници като подход за решаване на проблема с междуфирмената задължнялост съществуват някои ограничения. Сред тях е мотивационната съвместимост при кредиторите за разкриването на информация. Те не желаят да разкриват лошите дългове в балансите си, което е и сред основните причини за кредиторската пасивност. Освен това предоставянето на информация за техните длъжници може да повлияе върху вероятността да съберат вземанията си. Ако фирмите притежават несъбрани вземания, които се надяват да получат, и са наясно с ликвидни затруднения на длъжниците, за тях е изгодно да не обявяват това, за да могат клиентите им да получат финансиране от други източници и да се издължат към тях самите. Огласявайки информация за затрудненията на клиентите си, те допълнително биха влошили положението им, с което намаляват собствените си шансове да възвърнат инвестицията си, а и биха поставили на риск бъдещите си търговски взаимоотношения с въпросния контрагент.

Този проблем може да бъде решен именно чрез национален регистър, тъй като обикновено некоректният длъжник има просрочени задължения и към други кредитори, които също биха могли да предоставят информация за него, а продължителността на срока на изчакване преди подаване на информация за регистъра може да се включи в ТЗ като критерий за поредността на удовлетворяване на необезпечените вземанията на фирмите-кредитори при евентуална процедура по несъстоятелност на неизправния длъжник. Колкото по-дълъг е срокът на изчакване преди подаване на информация за регистъра,

толкова по-назад трябва да бъде съответният дълг в списъка за удовлетворяване на необезпечените вземания от масата на несъстоятелността.

Пред изграждането и дейността на единния национален регистър на некоректните платци обаче също има ограничение, което произлиза от самия модел на собствеността в България. Много собствениците на фирми не са заинтересувани от продължителното задържане в бизнеса и имиджа на коректни платци. В потвърждение на това е и краткият жизнен цикъл на фирмите у нас. За преодоляването на този проблем е необходимо отразяването в регистъра на информация не само за самите предприятия, но и за техните собственици, както и за свързани фирми.

Информацията в регистъра трябва да включва също и данни за датата на падежа на просроченото задължение, за да може да се следи срокът на забава, както и наличието на договорени или законови обезпечения по съответното вземане, за по-обективна преценка от страна на другите кредитори относно вероятността за връщане на останалите дългове на съответния длъжник. Необходимо е и своевременното отразяване на погасяването на забавените дългове. За по-добра оценка на риска по отношение на конкретен длъжник е целесъобразно включването му в регистъра да поражда регламентирано по законов път задължение за длъжника да предоставя регулярно изготвяните си финансови отчети на този регистър и те да бъдат публично достъпни. За да се гарантира достоверността на информацията в регистъра, кредиторът трябва да докаже съществуването на просроченото вземане, а за подаване на неверни данни да се носи наказателна отговорност, както и да се отразяват постъпили възражения от страна на длъжника.

Съществуването на национален регистър ще допринесе за повишаване на договорната дисциплина и ще направи фирмите по-активни в събирането на вземанията си, вкл. поради заплахата самите те да попаднат в списъка с некоректните платци заради ликвидни проблеми в резултат от несъбрани вземания.

Наличието на такъв регистър ще доведе и до своеобразни финансови санкции за неизправните длъжници, при това наложени на чисто пазарен принцип. Обективната оценка на риска, на който са носители включените в регистъра некоректни длъжници, ще предизвика повишаване на премията за риск и оттук - на цената на външното финансиране за тях. Ще се повишат и транзакционните им разходи, тъй като кредиторите ще изискват банкови гаранции за плащане, плащане чрез по-сигурни и скъпи форми като акредитива, ще се намали броят на доставчиците, които са склонни да им продават на кредит, ще се влоши качеството на произвежданата продукция и всички произтичащи от това последици за бизнеса на некоректния длъжник. За твърде задлъжнелите фирми с голям дял на просрочените задължения, които продължават да съществуват благодарение само на трупането на нови дългове и генерират системен риск, ще стане практически много трудно да продължат да осъществяват дейност. В крайна сметка ще се стигне до извеж-

дане на нежизнеспособните фирми от икономическия оборот и оздравяване на бизнес-средата.

Не на последно място текущо актуализираната база данни за просрочените междуфирмени дългове в националния регистър може да послужи за изграждане на перманентно действащ механизъм за клиринг на забавени междуфирмени дългове с цел развързване на веригите от просрочени задължения и избягване на риска от масови фалити. Функцията по клиринг на забавени дългове допълнително ще стимулира фирмите за предоставяне на информация за просрочените им вземания.

За надеждното и ефективно функциониране на регистъра и клиринговия механизъм е необходимо регламентирането им в специален закон.

Предоставянето на информация за регистъра трябва да бъде доброволно, по преценка на самите кредитори, въз основа на осигуряването на достатъчно стимули за тях. Целта е да се гарантира свободата в търговските отношения и да не се ограничават функциите на търговския кредит като ефективен инструмент в дейността на фирмите, например създаване на възможности за осигуряване на застраховка срещу временни ликвидни шокове на клиентите и изграждане на дългосрочни отношения с тях за насърчаване на продажбите и повишаване на конкурентоспособността, за предоставяне на период за проверка на качеството на продаваната продукция, за инвестиране на свободния ликвиден резерв и т.н.

Налагането на санкции за кредиторите при непредоставяне на информация за регистъра крие риск от нарастване на сивата икономика в страната с произтичащите от това неблагоприятни последици. В частност за междуфирмената задлъжнялост неотчитането на обороти лишава фирмите-кредиторки от почти всички легитимни способи за защита от лоши вземания с изключение на спиране на доставките към некоректния длъжник. Ето защо евентуалното налагане на такива санкции за фирмите-кредиторки трябва непременно да бъде съпроводено с достатъчно ефективни мерки за борба със сивата икономика.

*

Може да се обобщи че причините за съществуващите нива на междуфирмена задлъжнялост са комплексни, вътрешни, но и външни за фирмите, което предполага и комплексен подход за преодоляването на проблема. Необходимо е предприемането на мерки едновременно на фирмено и на макроикономическо ниво и ангажираност от страна на държавата. Същевременно те трябва да са насочени както към преодоляване на кредиторската пасивност и повишаване на стимулите на длъжниците за плащане в срок, така и към подобряване на реалните възможностите за това. Необходими са мерки за цялостно подобряване на условията за осъществяване на стопанска дейност в страната, вкл. и на институционалната среда. Предприеманите мерки срещу забавянето на междуфирмените дългове трябва да бъдат таки-

ва, че да се гарантира свободата в търговските отношения, да не се ограничават функциите на търговския кредит като ефективен инструмент в дейността на предприятията и да не пораждат опортюнистично поведение у тях, водейки до разширяване на сивата икономика.

Използвана литература:

Бошнаков, В. Статистически методи в емпиричните изследвания. Авангард Прима, 2009, с. 119.

Българска стопанска камара. Задължения на предприятията от нефинансовия сектор на икономиката (към 31 декември 2010 г.), <http://www.bia-bg.com/>

Alphonse, P., J. Ducret and E. Severin. When trade credit facilitates access to bank finance: Evidence from US small business data, 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=462660

Andrade, G. and S. Kaplan. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. - The Journal of Finance, 1998, Vol. 53, Issue 5.

Antov, D. S. and C. V. Atanasova. Trade Credit Financing: How Expensive Is It Really? 2007, <http://ssrn.com/abstract=967522>

Boissay, F. and R. Gropp. Trade credit defaults and liquidity provision by firms. European Central Bank, Working Paper Series, N 753, May 2007.

Cole, R. Bank Credit, Trade Credit or No Credit: Evidence from the Surveys of Small Business Finances, 2010, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/24689/>

Cunat, V. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers, June 2003, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/6/6620/papers/cunat.pdf>

Daripa, A. and J. Nilsen. Subsidizing Inventory: A Theory of Trade Credit and Prepayment. Birkbeck Working Papers in Economics & Finance, November 2005, <http://www.ems.bbk.ac.uk/research/wp/PDF/BWPEF0522.pdf>

Dass, N., J. Kale and V. Nanda. Trade Credit, Relationship-specific Investment, and Product-market Power, June 12, 2010, www.efa2010.unicp.net/provide_paper.php?pid=839

Delannay, A.-F. and L. Weill. The Determinants of Trade Credit in Transition Countries, 2004, http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/delannay_weill_nice.pdf

Fabbri, D., and L. Klapper. Trade Credit Supply, Market Power and the Matching of Trade Credit Terms. World Bank Policy Research Working Paper 4754, 2008.

Ferris, J. S. A Transaction Theory of Trade Credit Use. - Quarterly Journal of Economics, 1981, Vol. 96.

Frank, M. and V. Maksimovic. Trade Credit, Collateral, and Adverse Selection, 2005 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=87868

Gama, A. P. M., C. Mateus and A. M. Teixeira. Does trade credit facilitate access to bank finance? An empirical evidence from Portuguese and Spanish small medium size enterprises, December 3, 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1310818

Giannetti, M., M. Burkart and T. Ellingsen. What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts, 2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930390

Johnson, S., J. McMillan and C. Woodruff. Courts and Relational Contracts. - Journal of Law, Economics and Organization, 2002, 18.

Molina, C. A. and L. A. Preve. An Empirical Analysis of the Effect of Financial Distress on Trade Credit, 2007 http://69.175.2.130/~finman/Prague/Papers/Molina_Preve_TradeCreditnFD_FMA.pdf

Nielson, J. Trade Credit and the Bank lending Channel. August 1999, http://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=762468

Petersen, M. A. and R. G. Rajan. Trade Credit: Theories and Evidence. - Review of Financial Studies, 1997, Vol. 10, issue 3.

Rajan, R. and L. Zingales. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. - Journal of Finance, 1995, Vol. 50.

Smith, J. K. Trade Credit and Informational Asymmetry, Journal of Finance, 1987, Vol. 42, issue 4.

Wilner, B. S. The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit. - The Journal of Finance, February 2000, Vol. VL, N 1.

19.IV.2012 г.