

**ДИНАМИКА НА ТЕЖЕСТТА НА ДЪЛГА ПРИ
НЕФИНАНСОВИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ
ПРЕЗ ПЕРИОДА 2016 – 2020 Г.**

Гая Тасева

Институт за икономически изследвания при БАН

Как да се цитира тази статия / How to cite this article:

Taseva, G. (2023). Dinamika na tezhestta na dalga pri nefinansovite predpriyatiya v Bulgariya prez perioda 2016 – 2020 g. (Dynamics of the debt burden of non-financial enterprises in Bulgaria during the period 2016 – 2020). *Economic Thought Journal*, 68 (4), 380-407 (in Bulgarian). <https://doi.org/10.56497/etj2368402>

To link to this article / Връзка към статията:

<https://etj.iki.bas.bg/microeconomics/2023/10/17/dinamika-na-teestta-na-dalga-pri-nefinansovite-predpriyatiya-v-bulgariya-prez-perioda-2016-2020-g>



Published online / Публикувана онлайн: 17 October 2023



Submit your article to this journal / Изпратете статия за публикуване

<https://etj.iki.bas.bg>

Article views / Статията е видяна:

View related articles / Други подобни статии:



View Crossmark data / Вж. информация от Crossmark:

Citing articles / Цитиращи статии:

View citing articles / Вж. цитиращи статии:



ДИНАМИКА НА ТЕЖЕСТТА НА ДЪЛГА ПРИ НЕФИНАНСОВИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ В БЪЛГАРИЯ ПРЕЗ ПЕРИОДА 2016 – 2020 Г.

Галя Тасева

Институт за икономически изследвания при Българската академия на науките

Резюме: Целта на изследването е да се оцени динамиката на тежестта на дълга на нефинансовите предприятия в България, като се акцентира върху влиянието на пандемията от коронавирус при фирмите от различните сектори. Анализът се основава на данни за периода 2016 – 2020 г., предоставени от НСИ. С помощта на коефициентите на база информация от отчета за доходите и баланса, както и въз основа на коефициентите с участието на паричния поток от основна дейност се констатира висока волатилност на капацитета за понасяне на дълг. Това говори за голям риск и за силна зависимост от привлечено финансиране за рефинансиране на падежиращи се задължения. Изследването показва разнородна динамика на задлъжнялостта и тежестта на дълга при различните сектори през първата година от пандемията, която в значителна степен може да се обясни с разнопосочното влияние на мерките за ограничаване на разпространението на заразата върху нивото на икономическа активност в изследваните сектори. При повечето от тези сектори се установява намаление на капацитета за понасяне на дълг през първата година от пандемията. Негативен индикатор за капацитета на фирмите в това отношение е и ниската рентабилност от използването на активите през разглеждания период. При повечето сектори през първата година от пандемията се констатира повишение на традиционните коефициенти за ликвидност, но сериозно влошаване на показателя „Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения“. Пандемията от COVID-19 изостря недостатъците на традиционните коефициенти за ликвидност, засилвайки несигурността за това доколко продаваеми са материалните запаси и доколко събираеми са вземанията на фирмите.

Ключови думи: задлъжнялост; тежест на дълга; нефинансови предприятия; пандемия; COVID-19

JEL codes: G30; G32; G33; I15

DOI: <https://doi.org/10.56497/etj2368402>

Received 28 June 2023

Revised 27 July 2023

Accepted 29 August 2023

Въведение

Различните теории за капиталовата структура на фирмите разглеждат множество фактори за равнището на тяхната задлъжнялост. Съществуващите теоретични и емпирични изследвания не подминават също така и значението на икономическия цикъл за капиталовата структура на фирмите. Промените в икономическите условия оказват влияние както върху достъпа до финансиране на предприятията, така и върху способността им да обслужват поетите задължения. Освен това всяка криза има своите специфики. Не прави изключение и тази, предизвикана от пандемията от COVID-19.

Йоцов, Минасян и др. (2022) анализират състоянието на българската икономика, тенденциите, породени от пандемията, и потенциалните рискове с външен и вътрешен характер за икономическото развитие в средно- и дългосрочен план. Пандемията повишава драматично несигурността по света, вкл. и в България, предизвиквайки бързо и безпрецедентно намаляване на икономическата активност, на търговията и на заетостта (Yotzov, Bobeva et al. 2020). Особеностите на кризата, предизвикана от пандемията, водят до преосмисляне на процесите, свързани с организацията и управлението на бизнеса, вкл. с реорганизация във веригите за доставка (Ненков, 2022, с. 11-12).

Все още не са изяснени напълно ефектите от пандемията за капиталовата структура на фирмите. В скорошна публикация в тази област се установяват „ранни симптоми на негативни тенденции“, които са свързани със задлъжнялостта на фирмите в България (Янков, 2023, с. 54). Всичко това обосновава необходимостта от разширяване на изследванията за последиците от пандемията, което обуславя и целта на изследването ни – да се оцени динамиката на тежестта на дълга на нефинансовите предприятия в България, като се акцентира върху влиянието, оказано от пандемията от COVID-19 при фирмите от различните сектори.

Теоретичен преглед

Турбуленциите в икономиката поставят на изпитание финансовите теории, като теориите за капиталовата структура не правят изключение. В условия на икономически кризи предлагането на кредит се свива, а именно по време на икономически сътресения фирмите може да имат най-голяма необходимост от кредитиране заради липса на вътрешни ресурси. Точните ефекти на икономическите сътресения върху капиталовата структура на предприятията обаче не са напълно изяснени (Zeitun et al., 2017, р. 1). В условия на финансово-икономическа криза мениджърите на фирмите обръщат повече внимание на тяхната платежоспособност с цел да избегнат фалит (Трифонов, 2016). Последиците за България от глобалната финансово-икономическа криза от 2008 г. са

свързани с нарастване на фирмената задлъжнялост, на просрочията и на фали-тите на фирми (Христозов и др., 2021, с. 74).

Zeitun, Temimi и Mimouni (2017) проучват въздействието на кризата от 2008 г. върху капиталовата структура на фирми от Gulf Cooperation Council (GCC)¹ на ба-зата на данни за десет години и установяват, че коефициентите на ливъридж са отрицателно и значително повлияни от нея поради липсата на предлагане на кредитен ресурс от кредиторите. Резултатите от изследването им показват, че търсенето на дълг от фирмите е основният двигател на ливъридж преди кризата, докато след нея едновременно търсенето на дълг от фирмите и предлагането на финансиране от кредиторите са важни определящи фактори за равнището на ливъридж. Друг съществен извод от това изследване е, че фирмите коригират своите коефициенти на ливъридж към целевия ливъридж много по-бавно след кризата. Проучването констатира също, че въздействието на кризата върху капи-таловата структура е различно в отделните индустрии и в различните държави.

Сред авторите, които доказват, че финансовите кризи повишават задлъжня-лостта на фирмите, са Yazdanfar, Ohman и Homaoun (2019). Те изследват детер-минантите на капиталовата структура на малките и средните предприятия (МСП) по време на и след световната финансова криза от 2008 – 2009 г. Проуч-ването се базира на данни за 40 800 шведски МСП, работещи в четири индуст-рии през периода 2008 – 2015 г., като авторите стигат до извода, че независи-мите променливи в техния модел – финансова криза, рентабилност, размер, осезаемост на активите и индустриална принадлежност, в различна степен обясняват промените в коефициентите на краткосрочен дълг и дългосрочен дълг. Изследването установява, че МСП са склонни да използват повече дългосро-чен и краткосрочен дълг по време на кризата (2008 – 2009 г.) в сравнение с пе-риода след нея (2010 – 2015 г.).

Demirgüç-Kunt, Martinez-Peria и Tressel (2020) също доказват значението на финансовите турбуленции за капиталовата структура на фирмите, но техните изводи са противоположни на тези, направени от Yazdanfar et al. (2019). На ба-зата на данни за около 276 998 фирми в 75 държави за периода 2004 – 2011 г. авторите изследват краткосрочната еволюция на капиталовата структура на фирмите след началото на световната финансова криза и нейните непосредст-вени последици, като сравняват опита на задлъжнели МСП, големи нелиствани предприятия, както и на листвани на борсата компании. Резултатите от изслед-ването показват, че задлъжнялостта на фирмите и матуритетът на дълга им са намалели както в развитите икономики, така и в развиващите се страни, вкл. в

¹ GCC (Съвет за сътрудничество в Персийския залив) е регионален, междуправителствен, политически и икономически съюз, включващ Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудитска Арабия и Обединените арабски емирства.

тези, които не са преживели криза. Свиването на ливъриджа се асоциира с ограничаване на финансирането с дългосрочен дълг. Намалението на ливъриджа и на срочността на дълга са особено значими за предприятията, които не са листвани на борсата, независимо от размера на фирмите. Свиването на задлъжнялостта и на матуритета на дълга при МСП е по-голямо в държавите с по-неефективна правна система, с по-слаби механизми за споделяне на информация, с по-недоразвити финансови сектори и с повече рестрикции за навлизане на банки. Demirgüç-Kunt et al. (2020) откриват по-неубедителни доказателства за силно намаление на равнището на задлъжнялост и срочността на дълга при листваните на борсата компании, които обикновено са с по-голям размер от останалите фирми и могат да разчитат на по-лесен достъп до финансиране от капиталовия пазар.

Closs (2021) проучва влиянието на пандемията от COVID-19 върху капиталовата структура на американските фирми. Изследването се базира на данни за 1159 нефинансови фирми за периода 2018 – 2020 г. Резултатите сочат статистически незначимо изменение в капиталовата структура на фирмите по време на пандемията в сравнение с периода преди нея. На базата на равнището на ливъридж на фирмите спрямо средното за индустрията авторът ги разделя на две групи – агресивни и консервативни, и установява, че по време на пандемията намалява степента на ливъридж при агресивните фирми и се увеличава задлъжнялостта при консервативните.

Hotchkiss, Nini и Smith (2022) изследват междусекторните разлики в начина, по който американски публични фирми се стремят да се справят с недостига на финансов ресурс вследствие на внезапното свиване на паричните потоци, предизвикано от пандемията от COVID-19 още в нейното начало. Резултатите от проучването показват, че фирмите, които са финансово ограничени и с по-ниска кредитоспособност набират повече собствен капитал спрямо размера на активите им, а тези, които не са финансово ограничени, набират средства от дълговите пазари. Оказва се, че финансово ограничените фирми набират повече финансиране, мащабирано по активи, в сравнение с по-големите и по-малко рискови компании, които не изпитват финансови ограничения. Авторите стигат до извода, че емитирането на собствен капитал има решаваща роля за финансирането на по-малки, по-млади и по-рискови фирми в стресови икономически условия.

Huang и Ye (2021) изследват съвместния ефект на капиталовата структура и корпоративната социална отговорност върху риска на фирмите по време на пандемията от COVID-19 въз основа на данни за американски публични фирми (изключени са финансовите и комуналните компании) за периода януари 2019 – май 2020 г. Авторите изграждат своите твърдения на базата на теорията за компромиса. Спо-

ред нея съществува оптимална капиталова структура, при която се максимизира стойността на фирмата и при която маржиналните ползи от финансирането с дълг (данъчната защита за лихвите) се изравняват с пределните разходи по дълга (разходите от финансовото разстройство). До достигане на оптималното ниво на ливъридж с увеличаване на дълга се ползват предимствата на данъчната защита за лихвите и нараства стойността на фирмата. Според Huang и Ye фирмите с ливъридж под оптималното ниво са по-ликвидни и безопасни, особено при ситуация на внезапен спад на паричния поток. Авторите обаче обръщат внимание и на това, че при нисък дълг възникват агентски проблеми между мениджърите и акционерите на фирмите. Според агентската теория на Jensen (1986) мениджърите, които разполагат със свободни парични запаси, могат да се възползват от тях по свое усмотрение и в свой интерес вместо в полза на акционерите. Според други изследвания обаче при икономическа рецесия подобно поведение на мениджърите се смекчава, тъй като те се тревожат повече за сигурността на своята работа (вж. Kesten, 2010, цит. по Huang и Ye, 2021, р. 4762). Huang и Ye твърдят, че ниското равнище на дълга не поражда агентски конфликти между мениджърите и акционерите в условия на криза.

По време на пандемията спират работа почти всички бизнеси, което поражда недостиг на парични потоци за фирмите и повишаване на търсенето на външно финансиране за преодоляване на ликвидния недостиг. Способността на фирмите за привличане на външно финансиране обаче зависи от текущия им дългов капацитет и равнище на задлъжнялост. Huang и Ye (2021) отбелязват, че поддържането на ниски нива на задлъжнялост осигурява на фирмите финансова гъвкавост, която им носи практически ползи по време на пазарни спадове.

Според редица автори фирмите, за които е характерна финансова гъвкавост, изразяваща се в по-високи нива на паричните резерви и по-ниски нива на задлъжнялост, са по-слабо засегнати от отрицателните ефекти, предизвикани от пандемията от COVID-19. Huang и Ye (2021, р. 4758) обясняват това с обстоятелството, че фирмите с дълг под оптималното равнище на ливъридж и неизчерпан дългов капацитет могат по-лесно да привлекат финансови ресурси при ликвидни проблеми и при свиване на паричните потоци в резултат от екзогенни шокове. Фирмите с ливъридж под оптималното ниво са по-нискорискови по време на пандемията, защото са изложени на по-малък риск от изпадане в неплатежоспособност при рязко и неочаквано спадане на паричните потоци. Освен това поради наличието на свободен дългов капацитет фирмите с по-нисък ливъридж от оптималното ниво са по-склонни да потърсят допълнителен дълг, избягвайки финансовия дистрес. Обратно, фирмите с ливъридж над оптималното ниво са изправени пред твърде високи разходи при привличане на допълнителен дълг и са силно застрашени от фалит, особено в ситуация на световна криза като тази, предизвикана от пандемията.

Резултатите от изследването на Huang и Ye (2021) показват, че предприятията, които са силно задължени и имат дълг над оптималното ниво, понасят висок фирмен риск по време на пандемията. Като риск на фирмите те разглеждат общия риск, идиосинкретичния риск (дължащ се на специфичната за фирмите волатилност), систематичния риск и риска от фалит. В допълнение авторите установяват, че този ефект е по-разпространен сред компаниите със слаба корпоративна социална отговорност. Те твърдят също, че фирмите с ниски равнища на дълга, при които степента на задлъжнялост не превишава оптималното ниво, са защитени независимо от степента на корпоративната им социална отговорност. Според Huang и Ye корпоративната социална отговорност е инструмент за защита от фалит на силно задължените фирми.

Nicoletti et al. (2022) установяват, че по време на пандемията успоредно с нарастването на brutната задлъжнялост на нефинансовите предприятия се отчитат рекордно ниски нива на тежестта на обслужване на дълга в резултат от благоприятните условия на финансиране, които се осигуряват чрез антикризисните мерки. Наблюдава се обаче съществена разлика в процента на разходите за обслужване на дълга спрямо печалбите при различните държави от Еврозоната. Авторите обръщат внимание и на големите различия в нивата на корпоративна задлъжнялост между изследваните страни. Значително по-ниска е корпоративната задлъжнялост в Германия, където фирмите финансират експанзията си с вътрешни средства преди пандемията. Различията по държави се разглеждат като резултат от различната тежест на протичане на COVID кризата и съответно от тежестта на мерките срещу разпространението на вируса, от различията в усвояването на държавногарантираните банкови заеми, както и от различията в икономическата и финансовата структура в отделните държави от Еврозоната.

През периода 2019 – 2021 г. brutната задлъжнялост на сектора на нефинансовите предприятия в Еврозоната, измерена чрез съотношението брутен дълг/добавена стойност, нараства от 18,8 процентни пункта, достигайки връх от 164,4%. Причините са едновременно увеличаването на дълга и намалението на brutната добавена стойност, като приносът на двете за периода е почти изравнен (Nicoletti et al., 2022).

Действителната задлъжнялост превишава доста референтната стойност. Същевременно се наблюдава силно свиване на референтната задлъжнялост през второто тримесечие на 2020 г., като тя остава на нива, значително по-ниски от действителната задлъжнялост, поради срива на икономическата активност в началото на пандемията и подържаните ниски равнища на активност след това. Фактори, които се очаква да доведат до приближаване на нивата на действителната и на референтната задлъжнялост и дори до изравняване между тях, са

тежестта на дълга, притежаваните от фирмите ликвидни активи, които намаляват потребността от финансиране, и възстановяването на икономиката (Nicoletti et al., 2022, p. 5).

Пандемията от COVID-19 оказва особено силно неблагоприятно влияние върху сектора на услугите и върху малките фирми. Голям е броят на малките фирми в секторите, които са по-силно засегнати от мерките за ограничаване на разпространението на вируса (вж. Nicoletti et al., 2022). За уязвимостта на МСП и на микропредприятията, особено на тези, които функционират в най-засегнатите от пандемията сектори, говори неравномерното разпределение на дълга (пак там, с. 6). Увеличението на brutния дълг е най-съществено при най-засегнатите от пандемията фирми, при тях свиването на оборота и загубите, които трябва да се покриват, са най-сериозни въпреки мерките за подкрепа от държавата (вж. пак там).

Анализ на капацитета за понасяне на дълг на нефинансовите предприятия от различни сектори на икономиката

Анализът в изследването ни се основава на данни за периода 2016 – 2020 г., предоставени от НСИ.

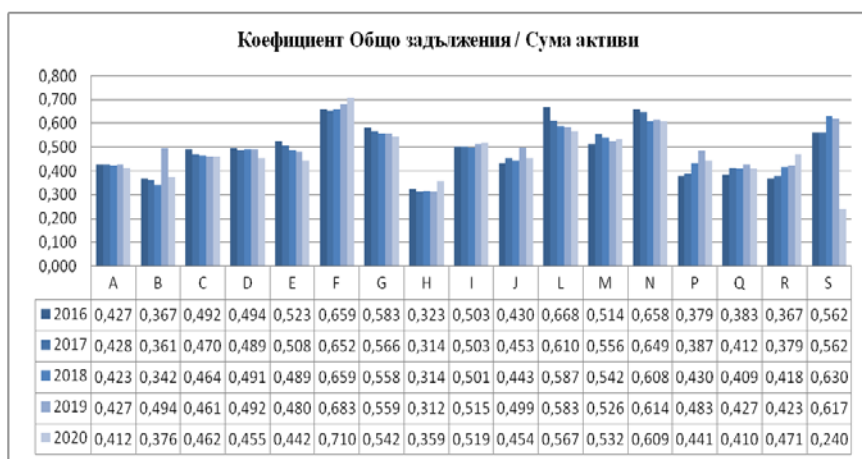
Таблица 1. Сектори, обхванати в изследването

A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ
F	СТРОИТЕЛСТВО
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБЩЕНИЯ
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ
P	ОБРАЗОВАНИЕ
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ

Източник: НСИ.

Обект на изследване са нефинансовите предприятия в България, а предмет тежестта на дълга, която тези предприятия понасят. Сред използваните изследователски методи са анализ и синтез, сравнителен анализ, дескриптивен анализ, статистически методи за анализ на динамични редове (темп на прираст на верижна база, графичен метод за анализ), анализ на финансови съотношения.

Общоприет измерител за степента на задлъжнялост на предприятията е коефициентът $\text{Общо задължения} / \text{Сума активи}$ (коефициент на финансова зависимост), чиято референтна стойност е до 0,5 (Касърова, 2010). През изследвания период при повечето сектори стойностите на коефициента са под тази граница (вж. фиг. 1).



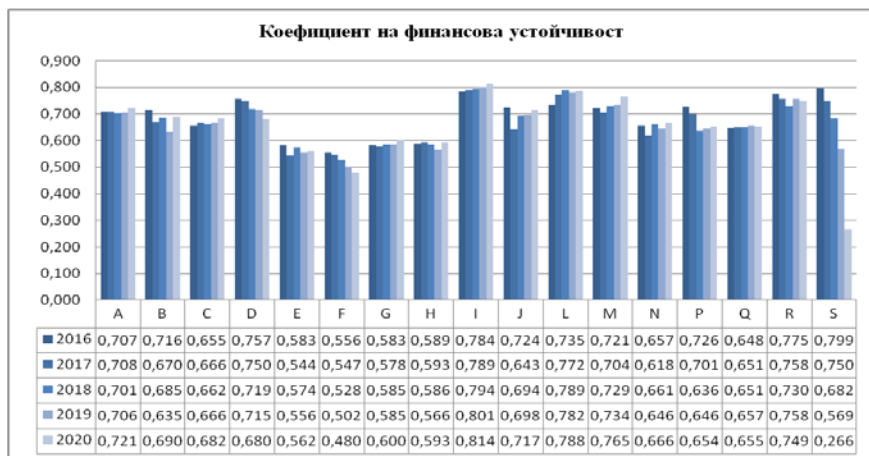
Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 1. Коефициент Общо задължения/Сума активи

Най-висок е коефициентът на финансова зависимост в секторите F, L, N, S, G, M, I, като при тях стойността му е над 0,5 през изследвания период, а най-нисък в сектор Н Транспорт, складиране и пощи, но през първата година от пандемията от COVID-19 стойността му силно се покачва. Непрекъснато повишение на задлъжнялостта през целия изследван период се установява при най-задлъжнялия сектор F Строителство.

В изключително голяма част от икономическите сектори коефициентът на финансова устойчивост (който се изчислява като сума на собствения капитал плюс нетекущите пасиви към обща стойност на активите) показва тревожно ниски нива. „В практиката на развитите страни се приема, че нормалното му значение е в диапазона 0,8-0,9, като критично е намаляването му до 0,65” (Касърова, 2010, с. 11). Под посочения критичен праг или много близо до него са

стойностите на коефициента през всички години от периода при секторите E, F, G, H, N, P, Q. Близки до нормалните стойности за развитите страни (в диапазона 0,8 – 0,9) са регистрирани единствено в секторите I, L и R (фиг. 2).



Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 2. Коефициент на финансова устойчивост

За оценката на финансовия риск, на който са носители предприятията от нефинансовия сектор на икономиката, важно значение има и доколко те се придържат към златното финансово правило дълготрайните активи да се финансират с дългосрочен капитал. Неспазването на правилото сборът от собствения капитал и дългосрочно привлечените средства да превишава сумата на дълготрайните активи означава, че фирмата ползва краткосрочни източници, за да финансира дълготрайни активи. Това увеличава риска от развитие на състояние, в което фирмата не може да обслужва навреме изискуемите си краткосрочни задължения, поради факта, че дълготрайните активи са по-бавно ликвидни, и повишава риска от изпадане в неплатежоспособност (Чуков и Иванова, 2010). С изключение на секторите Н Транспорт, складиране и пощи и D Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива в останалите сектори през всички години от изследвания период съотношението на дългосрочните капитали към дълготрайните активи е над единица. В секторите Н и D част от дълготрайните активи се финансират с краткосрочно привлечени средства, което е генератор на сериозен риск от развитие на финансови проблеми. Стойностите на съотношението Собствен капитал + Дългосрочни задължения/Дълготрайни активи, които превишават единица при почти всички сектори, са свидетелство за благоразумно финансово управление, което смекчава ефекта от ниските стойности на коефициента на финансова устойчивост върху риска на предприятията (вж. фиг. 3).



Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 3. Коефициент Собствен капитал + Дългосрочни задължения / Дълготрайни активи

В табл. 2 са представени процентните изменения на коефициента Собствен капитал + Дългосрочни задължения/Дълготрайни активи през разглеждания период. С много редки изключения колебанията в коефициента не са значителни по размер.

Таблица 2. Процентни изменения спрямо предходна година на коефициента Собствен капитал + Дългосрочни задължения/Дълготрайни активи

Сектор	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
A	-1,4	-1	-0,8	1,9
B	-0,7	-1,8	-7,9	6,5
C	2,1	-0,8	1,1	3,5
D	1,5	-4	1,4	-4,9
E	-8,2	6,6	-0,9	5
F	-3,8	-6,2	7,2	9,2
G	-1,3	0,1	-1,2	2,4
H	1,3	-0,2	-2,3	-0,4
I	0,3	-0,8	1,3	-0,8
J	-8,2	13,1	-0,4	7,4
L	5,9	1,7	-1,7	-0,3
M	-4,9	-0,8	2,9	-3,2
N	-9,1	-0,2	-0,4	1,4
P	-5,8	-3,6	-21,5	8,4
Q	-0,1	2,9	1,6	4
R	-9,1	1,2	6,8	-3,6
S	2,8	21,6	-19,7	6,8

Собствени изчисления по данни от НСИ.

През първата година от пандемията се наблюдава повишение на коефициента в повечето от секторите. Най-значително е повишението в F Строителство, а най-слабо – в N Административни и спомагателни дейности. От секторите, в които се регистрира намаление на коефициента Собствен капитал + Дългосрочни задължения/Дълготрайни активи, най-обезпокоително е понижението при H Транспорт, складиране и пощи и D Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива, тъй като това са единствените сектори, в които част от дълготрайните активи се финансират с краткосрочни задължения през целия изследван период (табл. 3).

Таблица 3. Подреждане на секторите според процентните изменения спрямо предходната 2019 г. на коефициента Собствен капитал + Дългосрочни задължения/Дълготрайни активи през първата година от пандемията

Сектор		%
F	СТРОИТЕЛСТВО	9,2
P	ОБРАЗОВАНИЕ	8,4
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБЩЕНИЯ	7,4
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	6,8
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	6,5
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	5
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	4
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	3,5
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	2,4
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	1,9
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	1,4
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-0,3
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-0,4
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО	-0,8
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-3,2
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-3,6
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-4,9

Собствени изчисления по данни от НСИ.

На фона на динамиката на задлъжнялостта в различните сектори е важно да се проследи и изменението на капацитета на фирмите от различните отрасли за понасяне на дълг (фиг. 4). Той дава по-пълна представа доколко промените в задлъжнялостта са повод за безпокойство и са индикатор за проблем пред финансовата стабилност на фирмите.



Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 4. Капацитет за понасяне на дълг
(Оперативна печалба/Общо задължения)

През целия изследван период съществуват изключително големи разлики в капацитета за понасяне на дълг между различните сектори. Установява се, че сектори, които са сред най-високо задлъжнелите, имат едни от най-ниските капацитети за понасяне на дълг, което говори за сериозен риск от възникване на ситуации на невъзможност за обслужване на падежиращи се задължения. Такива са L Операции с недвижими имоти, I Хотелиерство и ресторантьорство, N Административни и спомагателни дейности, D Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива, F Строителство, M Професионални дейности и научни изследвания, G Търговия; Ремонт на автомобили и мотоциклети, S Други дейности. Отчетливо най-висока стойност през всички години от разглеждания период има коефициентът при сектор R Култура, спорт и развлечения, следван от J Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; Далекосъобщения и Q Хуманно здравеопазване и социална работа.

От представените в табл. 4 процентни изменения на капацитета за понасяне на дълг по години (коефициент Оперативна печалба/Общо задължения) се вижда че единствено в секторите J Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; Далекосъобщения и Q Хуманно здравеопазване и социална работа има повишение на коефициента Оперативна печалба/Общо задължения през всички години от периода 2016 – 2020 г. Правят впечатление сериозните колебания в стойността на коефициента по години в много сектори, което също е индикатор за висок риск.

Таблица 4. Процентни изменения спрямо предходна година на капацитета за понасяне на дълг в различните сектори

Сектор	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
A	21,39	-8,52	-13,71	3,10
B	65,62	-2,62	-69,58	420,67
C	9,35	-19,61	0,66	-9,33
D	1,84	-20,71	77,20	-11,14
E	32,57	-5,01	6,24	9,18
F	42,59	8,65	-5,41	15,17
G	13,70	-1,48	2,54	11,21
H	2,97	-5,24	3,30	-36,13
I	102,99	-26,22	-15,76	-88,55
J	1,78	18,61	5,39	19,87
L	465,27	58,51	-50,29	-34,92
M	-3,64	0,43	53,43	-30,97
N	1,72	37,60	42,15	-19,41
P	-4,88	37,91	-33,92	34,37
Q	18,36	35,71	10,22	13,45
R	-7,61	0,66	6,46	-49,32
S	64,02	9,21	-12,18	-6,98

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Подреждането на секторите според изменението на капацитета за понасяне на дълг през първата година от пандемията е представено в табл. 5. Настъпването на пандемията е съпроводено с изключително значими изменения в тежестта на дълга. Очаквано, в повечето от секторите има сериозно намаление на коефициента Оперативна печалба/Общо задължения. В най-засегнатите от мерките за ограничаване на разпространението на COVID-19 сектори I Хотелиерство и ресторантьорство и R Култура, спорт и развлечения свивът на капацитета за понасяне на дълг е най-голям. В H Транспорт, складиране и пощи значителното влошаване на показателя отразява и ограниченията за пътуване, нарушените вериги за доставка и затворените граници по време на пандемията. Пандемията има благоприятно влияние единствено върху пощенските и куриерските услуги, които също са част от този сектор, но това не е в състояние да компенсира силно негативния ефект върху останалите сегменти от сектора. Същевременно в 8 от секторите има повишение на коефициента Оперативна печалба/Общо задължения, като в сектор B Добивна промишленост то е с над 400%.

Таблица 5. Подреждане на секторите според процентното изменение на коефициента Оперативна печалба/Общо задължения през 2020 спрямо 2019 г.

Сектор		%
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	420,67
P	ОБРАЗОВАНИЕ	34,37
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪОБЩЕНИЯ	19,87
F	СТРОИТЕЛСТВО	15,17
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	13,45
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	11,21
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	9,18
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	3,10
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-6,98
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	-9,33
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-11,14
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-19,41
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-30,97
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-34,92
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-36,13
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-49,32
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЬОРСТВО	-88,55

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

В табл. 6 могат да се проследят паралелно динамиката на печалбата от оперативна дейност и динамиката на сумата на задълженията по сектори, които обясняват и промените в капацитета за понасяне на дълг през анализирания период. Върху измененията на тези показатели много силно влияние оказват мерките за ограничаване на разпространението на COVID-19.

Причината за рязкото увеличение на капацитета за понасяне на дълг при сектор В Добивна промишленост е четирикратното покачване на оперативната печалба. При сектори I Хотелиерство и ресторантьорство и R Култура, спорт и развлечения свивът на капацитета за понасяне на дълг е резултат от силното свиване на оперативната печалба вследствие на спирането на дейността им поради противоепидемичните мерки.

Таблица 6. Динамика на показателите „оперативна печалба“, „общо задължения“, „капацитет за понасяне на дълг“ през 2020 спрямо 2019 г.

Сектор	Процентно изменение на оперативната печалба	Процентно изменение на сумата на задълженията	Процентни изменения на капацитета за понасяне на дълга (Оперативна печалба/ Общо задължения)
СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	1,18	-1,86	3,10
ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	404,23	-3,16	420,67
ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	-8,10	1,36	-9,33
ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-18,95	-8,80	-11,14
ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	5,83	-3,07	9,18
СТРОИТЕЛСТВО	48,70	29,11	15,17
ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	11,66	0,40	11,21
ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-18,59	27,45	-36,13
ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЬОРСТВО	-88,78	-2,03	-88,55
СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБЩЕНИЯ	12,67	-6,00	19,87
ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-33,25	2,57	-34,92
ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-24,04	10,04	-30,97
АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-18,54	1,07	-19,41
ОБРАЗОВАНИЕ	20,03	-10,67	34,37
ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	28,73	13,47	13,45
КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-49,69	-0,74	-49,32
ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-4,78	2,37	-6,98

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Вижда се, че там, където има сериозни намаления на капацитета за понасяне на дълга, в повечето сектори това се дължи на значителното свиване на оперативната печалба, а не на повишението на общия дълг (с изключение на сектори Н и М). Само в М Професионални дейности и научни изследвания и Н Транспорт, складиране и пощи освен голямо намаление на оперативната печалба се наблюдава и съществено нарастване на общия дълг, като във втория сектор процентът на покачване на дълга е дори по-висок от този на намаление на оперативната печалба.

От такава гледна точка е важно да се проследят и факторите за изменение на оперативната печалба в различните сектори през първата година от пандемията. В табл. 7 са представени процентните изменения на оперативните приходи и на оперативните разходи.

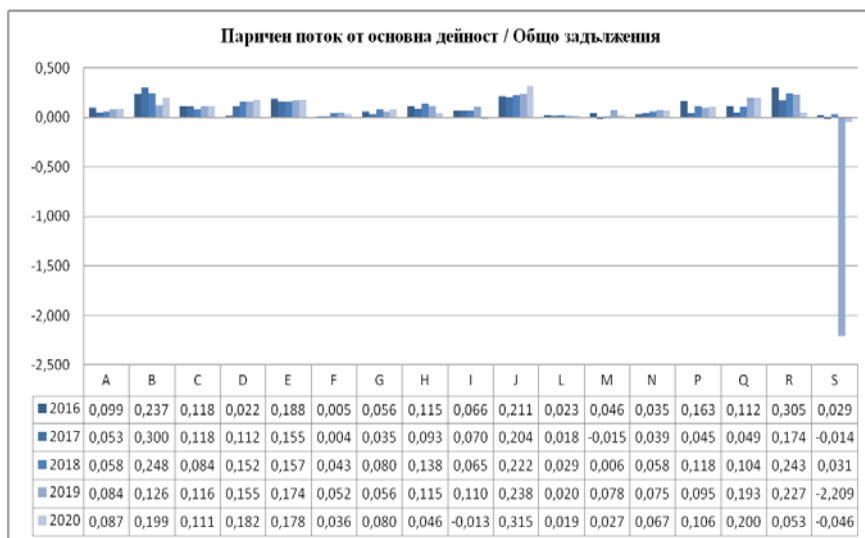
Таблица 7. Процентни изменения на оперативните приходи и на оперативните разходи през 2020 спрямо 2019 г.

	Сектор	Оперативни приходи	Оперативни разходи	Оперативна печалба
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	-4,03	-4,67	1,18
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	22,85	0,96	404,23
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	-7,98	-7,98	-8,10
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-7,52	-6,63	-18,95
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	-6,52	-7,62	5,83
F	СТРОИТЕЛСТВО	32,66	31,27	48,70
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	-1,46	-2,00	11,66
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-6,66	-5,82	-18,59
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО	-30,55	-27,24	-88,78
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБОЩЕНИЯ	8,12	7,40	12,67
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-6,89	-3,18	-33,25
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-5,92	-1,27	-24,04
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-18,26	-18,23	-18,54
P	ОБРАЗОВАНИЕ	-3,03	-5,17	20,03
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	13,55	12,13	28,73
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-48,63	-48,47	-49,69
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-16,29	-17,62	-4,78

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Оперативните приходи нарастват през 2020 г. само в сектори В Добивна промишленост, F Строителство, както и в едни от най-облагодетелстваните от пандемията сектори J Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; Далекосъобщения и Q Хуманно здравеопазване и социална работа. В тези сектори закономерно с разширяването на обема на дейността има увеличение и на оперативните разходи, но то е с по-малък процент спрямо повишаването на оперативните приходи. Може да се обобщи, че основна причина за понижение на капацитета за понасяне на дълг в повечето сектори е намалението на оперативните приходи вследствие от свиването на дейността по време на пандемията.

Фирмите обаче изплащат своите дългове с парични средства, а не с приходи, което обосновава важността на паричния поток за тяхната ликвидност и платежоспособност. В своите изследвания редица автори като Carslaw и Mills (1991), Mills и Yamamura (1998), Jooste (2005; 2007) и др. подчертават значението на паричните потоци за оценка на финансовото състояние на фирмите и за способността им да обслужват задълженията си. Директен показател за способността на фирмите да обслужват дълга си е коефициентът Паричен поток от основна дейност/Общо задължения (фиг. 5).



Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 5. Паричен поток от основна дейност/Общо задължения

И по този показател се констатираат значителни колебания по години през изследвания период, което говори за липса на стабилност в способността на фирмите за вътрешно генериране на средства, необходими за поддържане на ликвидността, и за значителен риск от изпадане в невъзможност да се покриват падежиращите се задължения при ограничаване на достъпа до външно финансиране. Управлението на този риск изисква поддържането на ликвидни активи, които при необходимост биха могли бързо да се превърнат в кеш. Големите колебания на коефициента Паричен поток от основна дейност/Общо задължения показват колко силно зависими са нефинансовите предприятия от достъпа до външно финансиране (вж. табл. 8).

Таблица 8. Процентни изменения спрямо предходна година на коефициента Паричен поток от основна дейност/Общо задължения

Сектор	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
A	-46,21	9,39	43,50	3,89
B	26,70	-17,42	-49,16	57,65
C	0,44	-28,83	37,36	-3,70
D	416,76	36,74	1,89	17,09
E	-17,36	0,99	10,87	2,14
F	-12,96	921,40	20,83	-30,23
G	-36,78	126,56	-29,39	42,23
H	-18,99	47,78	-16,58	-59,85
I	4,89	-6,78	69,28	-111,51
J	-3,24	8,76	7,25	32,27
L	-22,34	63,34	-31,56	-7,83
M	-133,45	-140,96	1137,01	-64,91
N	11,13	49,89	27,99	-9,46
P	-72,54	163,15	-19,46	11,94
Q	-56,42	112,38	85,83	3,32
R	-42,97	39,66	-6,58	-76,49
S	-148,43	-325,01	-7145,60	-97,90

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

През първата година от пандемията има значително понижение на коефициента Паричен поток от основна дейност/Общо задължения при мнозинството от изследваните сектори. Най-сериозно е влошаването при тези, пострадали най-силно от мерките срещу разпространението на заразата от COVID-19 (табл. 9).

Таблица 9. Подреждане на секторите според процентните изменения на коефициента Паричен поток от основна дейност/Общо задължения през 2020 спрямо 2019 г.

	Сектор	%
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	57,65
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	42,23
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБОЩЕНИЯ	32,27
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	17,09
P	ОБРАЗОВАНИЕ	11,94
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	3,89
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	3,32
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	2,14
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	-3,70
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-7,83
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-9,46
F	СТРОИТЕЛСТВО	-30,23
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-59,85
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-64,91
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-76,49
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-97,90
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО	-111,51

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Показателна за тежестта на фирмите при обслужване на дълга е тяхната способност да използват ефективно активите си и да генерират вътрешно паричен ресурс, с който да посрещат падежиращите се задължения. Във фиг. 6 са представени стойностите на коефициента Паричен поток от основна дейност/Сума на активите. Прави впечатление, че те са ниски, като в част от секторите са дори отрицателни през някои години от изследвания период. Това говори за ниската рентабилност от използването на активите и е негативен индикатор за способността на фирмите да понасят тежестта на дълга.



Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Фигура 6. Паричен поток от основна дейност/Сума на активите

От данните в табл. 10 се виждат изключително сериозните колебания в стойностите на показателя „Паричен поток от основна дейност/Сума на активите“ по години през изследвания период. Резките и значителни спадове, които се наблюдават, показват, че съществува сериозен риск от развитие на финансови проблеми. Съществените колебания в способностите на фирмите от различните сектори да генерират вътрешен финансов ресурс говорят за силна зависимост от притежаваната възможност да се привлича външно финансиране за избягване на трудности при обслужването на дълга.

Таблица 10. Процентни изменения спрямо предходна година на коефициента Паричен поток от основна дейност/Сума на активите

Сектор	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
A	-46,16	8,09	45,06	0,21
B	24,92	-21,83	-26,57	19,94
C	-4,00	-29,75	36,30	-3,32
D	411,41	37,16	2,18	8,21
E	-19,87	-2,66	8,85	-5,92
F	-13,97	932,15	25,26	-27,47
G	-38,52	123,12	-29,29	38,09
H	-21,38	48,11	-17,23	-53,81
I	4,84	-7,18	74,02	-111,61
J	1,95	6,27	20,85	20,43
L	-29,06	57,22	-32,04	-10,40
M	-136,15	-139,93	1100,78	-64,52
N	9,49	40,59	29,15	-10,18
P	-71,94	192,62	-9,56	2,28
Q	-53,11	110,69	94,29	-0,85
R	-41,25	54,14	-5,32	-73,85
S	-148,47	-352,07	-7004,82	-99,18

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

От табл. 11 е видно, че при повечето сектори има значително понижение на рентабилността на активите, измерена чрез паричния поток от основна дейност, през първата година от пандемията.

Таблица 11. Подреждане на секторите според процентните изменения на коефициента Паричен поток от основна дейност/Сума на активите през 2020 спрямо 2019 г.

	Сектор	%
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	38,09
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪБЩЕНИЯ	20,43
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	19,94
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	8,21
P	ОБРАЗОВАНИЕ	2,28
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	0,21
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	-0,85
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	-3,32
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	-5,92
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-10,18
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-10,40
F	СТРОИТЕЛСТВО	-27,47
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-53,81
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-64,52
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-73,85
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-99,18
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЬОРСТВО	-111,61

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

През първата година от пандемията при повечето сектори се наблюдава повишение на стойностите на традиционните коефициенти за ликвидност, изчислени по данни от баланса (табл. 12).

Таблица 12. Процентни изменения на традиционните коефициенти за ликвидност през 2020 спрямо 2019 г.

Сектор	Текуща ликв.	Бърза ликв.	Незабавна ликв.	Абсолютна ликв.
СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	6,37	7,03	15,73	17,48
ДОБИВНА ПРОМИШЛЕННОСТ	13,53	-	-	37,19
ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕННОСТ	6,30	6,49	18,39	19,54
ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-10,96	-11,87	-8,08	-8,86
ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	13,08	13,82	40,30	39,57
СТРОИТЕЛСТВО	0,52	6,18	-2,37	-3,66
ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	3,72	5,52	10,27	10,61
ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-5,06	-4,78	-20,72	-21,53
ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО	0,48	2,37	0,19	-1,37
СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪОБЩЕНИЯ	18,70	19,34	41,05	28,58
ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	1,17	2,28	1,08	1,65
ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	4,25	3,96	-1,47	-5,10
АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	4,17	4,66	9,00	11,12
ОБРАЗОВАНИЕ	9,35	9,18	12,47	12,69
ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	8,52	7,91	18,97	19,02
КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-8,84	-	-	1,23
ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	306,32	329,08	25,42	28,04

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Според редица автори обаче, данните, които се съдържат в отчета за паричния поток, и коефициентите с участието на паричния поток са по-точен индикатор за ликвидността и за риска от изпадане на фирмите в състояние да не могат да покриват изискуемите си задължения (вж. Mills, Yamamura, 1998; Jooste, 2007). Директен измерител на жизнеспособността на бизнеса и за способността на предприятията да плащат текущите си задължения с вътрешно генерирани средства в хода на обичайната си бизнес дейност е показателят „Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения“.

Предимствата на показателите с участие на паричните потоци за оценка на риска от фалит на фирмите са тествани в българските икономически условия (вж. Тасева, 2019). При всички изследвани сектори за целия период 2016 – 2020 г. коефициентът Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения има стойности доста под единица, което показва, че фирмите не са в състояние да покриват текущите си задължения с вътрешно генерираните си от основна дейност средства и са силно зависими от външно финансиране (фиг. 7).



Източник: Собствени изчисления по данни, предоставени от НСИ.

Фигура 7. Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения

В табл. 13 са представени процентните изменения на коефициента Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения. В повечето сектори се наблюдават значителни колебания по години през изследвания период – това говори за значителна неустойчивост в капацитета на фирмите да генерират достатъчно финансов ресурс от основната си дейност, с който да гарантират своята ликвидност.

Таблица 13. Процентни изменения спрямо предходна година на коефициента Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения

Сектор	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
A	-46,21	5,30	46,71	6,70
B	4,34	-13,21	-38,66	39,35
C	-0,87	-30,52	37,93	1,81
D	399,89	17,89	2,24	-3,52
E	-26,24	8,01	2,98	2,49
F	-14,81	882,91	17,99	-30,94
G	-39,44	126,57	-29,19	43,38
H	-17,23	44,18	-23,79	-50,73
I	4,32	-5,91	78,81	-112,55
J	-24,26	26,50	19,88	35,84
L	-15,55	73,93	-34,48	-7,51
M	-133,43	-144,05	1115,06	-59,65
N	-4,20	61,38	24,34	-4,79
P	-72,06	141,81	-7,95	4,23
Q	-53,58	110,28	95,05	1,97
R	-45,95	38,00	3,64	-75,08
S	-138,81	-301,83	-5067,56	-97,40

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

За разлика от другите показатели за ликвидност при показателя „Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения“ се констатира значително влошаване в по-голямата част от секторите през първата година от пандемията (вж. табл. 14). Отново най-сериозно е влошаването в тези, които са най-негативно засегнати от мерките за ограничаване на пандемията от COVID-19. Традиционните коефициенти за ликвидност не улавят реалния риск, създаден от пандемията, за способността на фирмите да посрещат текущите си задължения. По време на COVID кризата още по-остро стоят въпросите за недостатъците на традиционните коефициенти за ликвидност, а именно доколко бързо продаваеми без сериозни загуби са материалните запаси и доколко събираеми са вземанията на фирмите.

Таблица 14. Подреждане на секторите според процентното изменение на коефициента Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения през 2020 спрямо 2019 г.

	Сектор	%
G	ТЪРГОВИЯ; РЕМОНТ НА АВТОМОБИЛИ И МОТОЦИКЛЕТИ	43,38
B	ДОБИВНА ПРОМИШЛЕНОСТ	39,35
J	СЪЗДАВАНЕ И РАЗПРОСТРАНЕНИЕ НА ИНФОРМАЦИЯ И ТВОРЧЕСКИ ПРОДУКТИ; ДАЛЕКОСЪОБЩЕНИЯ	35,84
A	СЕЛСКО, ГОРСКО И РИБНО СТОПАНСТВО	6,70
P	ОБРАЗОВАНИЕ	4,23
E	ДОСТАВЯНЕ НА ВОДИ; КАНАЛИЗАЦИОННИ УСЛУГИ, УПРАВЛЕНИЕ НА ОТПАДЪЦИ И ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ	2,49
Q	ХУМАННО ЗДРАВЕОПАЗВАНЕ И СОЦИАЛНА РАБОТА	1,97
C	ПРЕРАБОТВАЩА ПРОМИШЛЕНОСТ	1,81
D	ПРОИЗВОДСТВО И РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА ЕЛЕКТРИЧЕСКА И ТОПЛИННА ЕНЕРГИЯ И НА ГАЗООБРАЗНИ ГОРИВА	-3,52
N	АДМИНИСТРАТИВНИ И СПОМАГАТЕЛНИ ДЕЙНОСТИ	-4,79
L	ОПЕРАЦИИ С НЕДВИЖИМИ ИМОТИ	-7,51
F	СТРОИТЕЛСТВО	-30,94
H	ТРАНСПОРТ, СКЛАДИРАНЕ И ПОЩИ	-50,73
M	ПРОФЕСИОНАЛНИ ДЕЙНОСТИ И НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ	-59,65
R	КУЛТУРА, СПОРТ И РАЗВЛЕЧЕНИЯ	-75,08
S	ДРУГИ ДЕЙНОСТИ	-97,40
I	ХОТЕЛИЕРСТВО И РЕСТОРАНТЪОРСТВО	-112,55

Източник: Собствени изчисления по данни, предоставени от НСИ.

През първата година от пандемията в секторите I Хотелиерство и ресторантьорство, S Други дейности, R Култура, спорт и развлечения, M Професионални дейности и научни изследвания, H Транспорт, складиране и пощи, F Строителство, L Операции с недвижими имоти, N Административни и спомагателни дейности и D Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива се наблюдава намаление на коефициента Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения. В секторите I, S, R, M и N причината за резкия срив на показателя е изключително високият процент на намаление на паричния поток от основна дейност, който надвишава силно този на намаление

на текущите задължения. В секторите Н, F и L се наблюдава влошаване едновременно и на числителя, и на знаменателя на коефициента, т.е. едновременно нарастват текущите задължения и намалява паричният поток от основна дейност. Единствено в сектор D причината за намалението на коефициента е по-голямото увеличение на текущите задължения в сравнение с повишението на паричния поток от основна дейност (вж. табл. 15).

Таблица 15. Фактори за изменение на коефициента Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения през 2020 спрямо 2019 г.

Сектор	Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения изменение	Текущи задължения	Паричен поток от основна дейност
A	6,70	-4,45	1,95
B	39,35	9,56	52,67
C	1,81	-4,12	-2,39
D	-3,52	10,69	6,79
E	2,49	-3,39	-0,99
F	-30,94	30,43	-9,92
G	43,38	-0,41	42,80
H	-50,73	3,85	-48,83
I	-112,55	-10,10	-111,28
J	35,84	-8,47	24,33
L	-7,51	2,21	-5,47
M	-59,65	-4,30	-61,38
N	-4,79	-3,89	-8,49
P	4,23	-4,07	-0,01
Q	1,97	14,98	17,24
R	-75,08	-6,38	-76,67
S	-97,40	-17,25	-97,85

Източник: Собствени изчисления по данни от НСИ.

Заклучение

Представеното изследване показва разнородна динамика на задлъжнялостта и на тежестта на дълга в различните сектори през първата година от пандемията от COVID-19. Тази динамика в значителна степен може да се обясни с разнопосочното влияние на мерките за ограничаване на разпространението на заразата върху нивото на икономическа активност в отделните сектори.

През периода 2016 – 2020 г. коефициентът на финансова зависимост в повечето изследвани сектори е в рамките на референтните стойности. Установяват се обаче изключително ниски нива на коефициента на финансова устойчивост, като близо до нормалните нива за развитите страни са стойностите му само в три от изследваните сектори. Благоприятен факт е, че в по-голяма част от сек-

торите се спазва правилото дълготрайните активи да се финансират с дългосрочно привлечени средства.

С помощта на коефициентите на база информация от отчета за приходите и разходите и баланса, както и на база информация за паричния поток от основна дейност се констатира висока волатилност на капацитета за понасяне на дълг. Това говори за голям риск и за силна зависимост от привлечено финансиране за рефинансиране на падежиращи се задължения. Настъпването на пандемията от COVID-19 е съпроводено със значими изменения в тежестта на дълга, която фирмите понасят. В повечето от изследваните сектори се отчита съществено намаление на коефициента Оперативна печалба/Общо задължения, показващ капацитета за понасяне на дълг на предприятията, което е особено голямо в най-негативно засегнатите от мерките срещу разпространение на заразата сектори. Това намаление се дължи на значителния спад на оперативната печалба поради понижението на оперативните приходи в резултат от свиването на дейността по време на пандемията, а не е следствие на повишение на общия дълг. Стойностите на коефициента Паричен поток от основна дейност/Общо задължения, които спадат през първата година от пандемията при по-голяма част от секторите, също говорят за тежестта, изпитвана от фирмите при понасянето на дълга.

Негативен индикатор за капацитета на фирмите за понасяне на тежестта на дълга е и ниската рентабилност от използването на активите, измерена чрез коефициента Паричен поток от основна дейност/Сума на активите. През първата година от пандемията има значително понижение на този коефициент при повечето от изследваните сектори.

Противоположни резултати се установяват при анализа на изменението на ликвидността на фирмите през първата година от пандемията с традиционните коефициенти за ликвидност и показателя „Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения“. В повечето сектори се констатира повишение на традиционните коефициенти за ликвидност (текуща, бърза, незабавна и абсолютна), които са изчислени по данни от баланса, но влошаване на показателя „Паричен поток от основна дейност/Текущи задължения“. Показателят на базата на информация за паричния поток може да се приеме за по-надежден измерител на ликвидността и риска от неплащане, тъй като пандемията от COVID-19 изостря недостатъците на традиционните коефициенти за ликвидност, засилвайки несигурността за това доколко продаваеми са материалните запаси и доколко събираеми са вземанията на фирмите.

Конфликт на интереси

Авторът декларира липса на конфликт на интереси.

Използвана литература

- Carslaw, C. A. and Mills, J. R. (1991). Developing ratios for effective cash flow statement analysis. *Journal of Accountancy*, Vol. 172, N 5, 63-70.
- Chukov, K., Ivanova, R. (2010). *Finansovo-stopanski analiz na predpriyatieto*. Sofiya: IK – UNSS. [Чуков, К., Иванова, Р. (2010). *Финансово-стопански анализ на предприятието*. София: ИК – УНСС] (in Bulgarian).
- Closs, L. (2021). *The Relationship between COVID-19 and Capital Structure*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3833084>.
- Demirgüç-Kunt, A. & Martinez-Peria, M. S. & Tressel, Th. (2020). The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms? *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, Vol. 60.
- Hotchkiss, E., Nini, G. and Smith, D. C. (2022). *The Role of External Capital in Funding Cash Flow Shocks Evidence From the COVID-19 Pandemic*. Available at <https://ssrn.com/abstract=3723001>.
- Hristozov, Y., Nikolova, N., Galabov, M., Beev, I., Taseva, G. (2021). *Sastoyanie, indikatori i podhodi za upravlenie na likvidnostta i firmenata zadlazhnyalost v Bulgaria*. Sofiya: IK – UNSS. [Христозов, Я., Николова, Н., Гълъбов, М., Беев, И., Тасева, Г. (2021). *Състояние, индикатори и подходи за управление на ликвидността и фирмената задлъжнялост в България*. София: ИК – УНСС] (in Bulgarian).
- Huang, H., Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting & Finance*, Vol. 61, 4757-4788.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jooste, L. (2005). *An evaluation of the usefulness of the cash flow statement within South African companies by means of cash flow ratios*. Available at <https://pdfs.semanticscholar.org/dd7c/03cdad7d273e07cd477f4aed6aac24b9ae05.pdf>.
- Jooste, L. (2007). An evaluation of the usefulness of cash flow ratios to predict financial distress. *Acta Commercii*, Vol. 7, N 1, 1-13.
- Kasarova, V. (2010). *Modeli i pokazateli za analiz na finansovata ustoychivost na kompaniyata*. [Касърова, В. (2010). *Моделите и показатели за анализ на финансовата устойчивост на компанията*]. Available at https://eprints.nbu.bg/id/eprint/637/1/FU_1_FINAL.pdf] (in Bulgarian).
- Kesten, J. B. (2010). Managerial entrenchment and shareholder wealth revisited: theory and evidence from a recessionary financial market. *Brigham Young University Law Review*, 5, 1609-1660.
- Mills, J. R. & Yamamura, J. H. (1998). The power of cash flow ratios. *Journal of Accountancy*, Vol. 186(4), 53-60.

- Nenkov, D. (2022). „Novata normalnost“ i urotsite ot istoriyata na pazara na aksii. *Nauchni trudove na UNSS*, T. 2, 11-40. [Ненков, Д. (2022). „Новата нормалност“ и уроците от историята на пазара на акции. *Научни трудове на УНСС*, Т. 2, 11-40] (in Bulgarian).
- Nicoletti, G., Setzer, R., Tujula, M. and Welz, P. (2022). *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area*. Available at https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202202_02~7a61e442be.en.html.
- Taseva, G. (2019). Bankruptcy risk in small and medium sized enterprises in Bulgaria. *Dialog*, (4), 65-91. [Тасева, Г. (2019). Риск от фалит при малките и средни предприятия в България. *Диалог*, (4), 65-91]. Available at <https://www2.uni-svishtov.bg/dialog/title.asp?title=1466> (in Bulgarian).
- Trifonova, S. (2016). Otsenka na faktornoto vliyanie na zadlazhnyalostta i platezhospobnostta varhu effektivnostta na predpriyatiyata. *Godishnik na SA „D. A. Tsenov“ – Svishtov*, 135-205. [Трифонов, С. (2016). Оценка на факторното влияние на задлъжнялостта и платежоспособността върху ефективността на предприятията. *Годишник на СА „Д. А. Ценов – Свищов*, 135-205] (in Bulgarian).
- Yankov, I. (2023). Zadlazhnyalostta na nefinansovite predpriyatiya v Balgariya prez 2014 – 2020 g. *Ikonomicheska misal*, 68 (1), 39-58. [Янков, И. (2023). Задлъжнялостта на нефинансовите предприятия в България през 2014 – 2020 г. *Икономическа мисъл*, 68 (1), 39-58. <https://doi.org/10.56497/etj2368102>] (in Bulgarian).
- Yazdanfar, D., Ohman, P. & Homayoun, S. (2019). Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence. *Journal of economic studies*, 46(4), 925-941.
- Yotsov, V., Minasyan, G., Lukanova, P., Zlatinov, D., Sariyski, G. (2022). Balgarskata iekonomika po vreme na pandemiyata. *Ikonomicheska misal*, 67(2), 121-149. [Йоцов, В., Минасян, Г., Луканова, П., Златинов, Д., Сарийски, Г. (2022). Българската икономика по време на пандемията. *Икономическа мисъл*, 67(2), 121-149] (in Bulgarian).
- Yotzov, V., Bobeva, D., Loukanova, P., Nestorov, N. (2020). Macroeconomic Implications of the Fight against COVID-19: First Estimates, Forecasts, and Conclusions. *Economic Studies*, Vol. 29 (3), 3-28.
- Zeitun, R., Temimi, A. and Mimouni, K. (2017). Do Financial Crises Alter the Dynamics of Corporate Capital Structure? Evidence from GCC Countries. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 63. Available at <https://ssrn.com/abstract=2991545>.

Гая Тасева е доктор по икономика, главен асистент в секция „Икономика на фирмата“, Институт за икономически изследвания при Българската академия на науките, galya_taseva@abv.bg

Galya Taseva, PhD, is Chief Assistant Professor at the Department “Economics of the Firm” of the Economic Research Institute at the Bulgarian Academy of Sciences, galya_taseva@abv.bg

DYNAMICS OF THE DEBT BURDEN OF NON-FINANCIAL ENTERPRISES IN BULGARIA DURING THE PERIOD 2016 – 2020

Abstract: The purpose of the study is to assess the dynamics of the debt burden of non-financial enterprises in Bulgaria, emphasizing the impact of the coronavirus pandemic on companies from different sectors. The analysis in the article is based on data for the period 2016-2020, which were provided by National statistical institute. Both with the help of the coefficients based on information from the income statement and the balance sheet, as well as on the basis of the coefficients with the participation of the cash flow from operations, a high volatility of the capacity to bear debt is found. This indicates a high risk and a strong dependence on attracted financing for the refinancing of maturing liabilities. The study showed heterogeneous dynamics of indebtedness and the burden of debt in different sectors during the first year of the pandemic, which can be largely explained by the divergent impact of measures to limit the spread of the infection on the level of economic activity in individual sectors. In the majority of the studied sectors, a decrease in the capacity to bear debt is found in the first year of the pandemic. A negative indicator of the capacity of companies to bear the burden of debt is also the low profitability of the use of assets during the studied period. In most sectors, an increase in the traditional liquidity ratios was found, but a significant deterioration of the indicator Cash flow from operations/Current liabilities in the first year of the pandemic. The pandemic has exacerbated the shortcomings of traditional liquidity ratios by increasing uncertainty about how salable inventories are and how collectable receivables of the companies are.

Keywords: indebtedness; burden of debt; non-financial enterprises; pandemic; COVID-19

JEL codes: G30; G32; G33; I15

Как да се цитира тази статия:

How to cite this article:

Taseva, G. (2023). Dinamika na tezhestta na dalga pri nefinansovite predpriyatiya v Balgariya prez perioda 2016 – 2020 g. (Dynamics of the debt burden of non-financial enterprises in Bulgaria during the period 2016 – 2020). *Economic Thought Journal*, 68 (4), 380-407 (in Bulgarian). <https://doi.org/10.56497/etj2368402>