

---

# ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННИ НАМЕРЕНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИЯТА В БЪЛГАРИЯ

*Райна Цанева<sup>1</sup>*

---

## 1. Инвестиционна среда

*1.1. Инвестиционна среда – инвестиционни намерения и източници на финансиране.*

Настоящият раздел<sup>2</sup> представя динамиката на инвестициите и външните източници на финансиране сред българските акционерни дружества (АД) и акционерни дружества с публичен статут (ПАД). Емпиричното изследване обхваща 100 български предприятия, сред които преобладават тези от преработващата промишленост, в т.ч машиностроене и лека промишленост. Сравнително висок е дялът (13.3%) на предприятията от сектора *Строителство, търговия и ремонт*, самоопределили се като работещи в сферата на услугите. Ето защо изведените обобщения и характерни особености, засягащи инвестиционните намерения и външните източници на финансиране, се отнасят най-вече за индустриалните компании в страната.

Фирмите имат достъп до различни източници на финансиране. Като най-популярни външни източници се възприемат финансирането от капиталовите пазари чрез емисия на ценни книжа и банковото финансиране. Изборът между тези два външни източника на финансиране зависи от размера и големината на фирмата. Малките и средните фирми заемат необходимите средства от финансовите посредници, докато големите компании насочват своя интерес към капиталовите пазари. Високите изисквания за капиталова адекватност на банковите институции задържат допълнително процеса на финансиране от финансовите посредници, което насочва към възможности и схеми за финансиране от пазарите. Това е актуален за страната ни казус, доколкото високите изисквания от Базел засягат в голяма степен капиталовата адекватност

---

<sup>1</sup> Н.с. д-р Райна Цанева е научен работник в Икономически институт на Българската академия на науките.

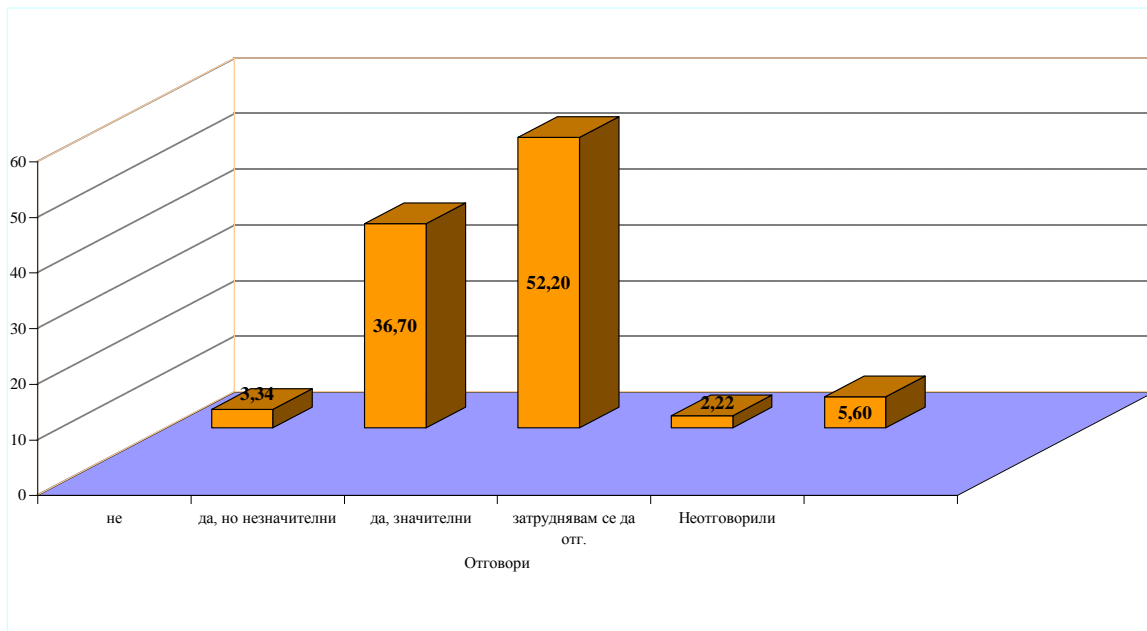
<sup>2</sup> Представеният раздел е част от по-мощното изследване Факторите за корпоративно управление в българските публични дружества, осъществяван в рамките на колективен изследователски проект към Икономическия институт на БАН, [www.iki.bas.bg](http://www.iki.bas.bg). Емпиричното изследване е финансирано със съдействието на Асоциацията на индустриалния капитал в България.

на българските търговски банки и тяхната кредитна експанзия.

Сред обхванатите в емпиричното изследване фирми се наблюдава активизиране на инвестициите – през последните 3 години те се определят като значителни в повечето от анкетираните предприятия (Фигура 1). В 36.7% от случаите се посочва, че са направени инвестиции, макар и в по-малък размер.

Фигура 1

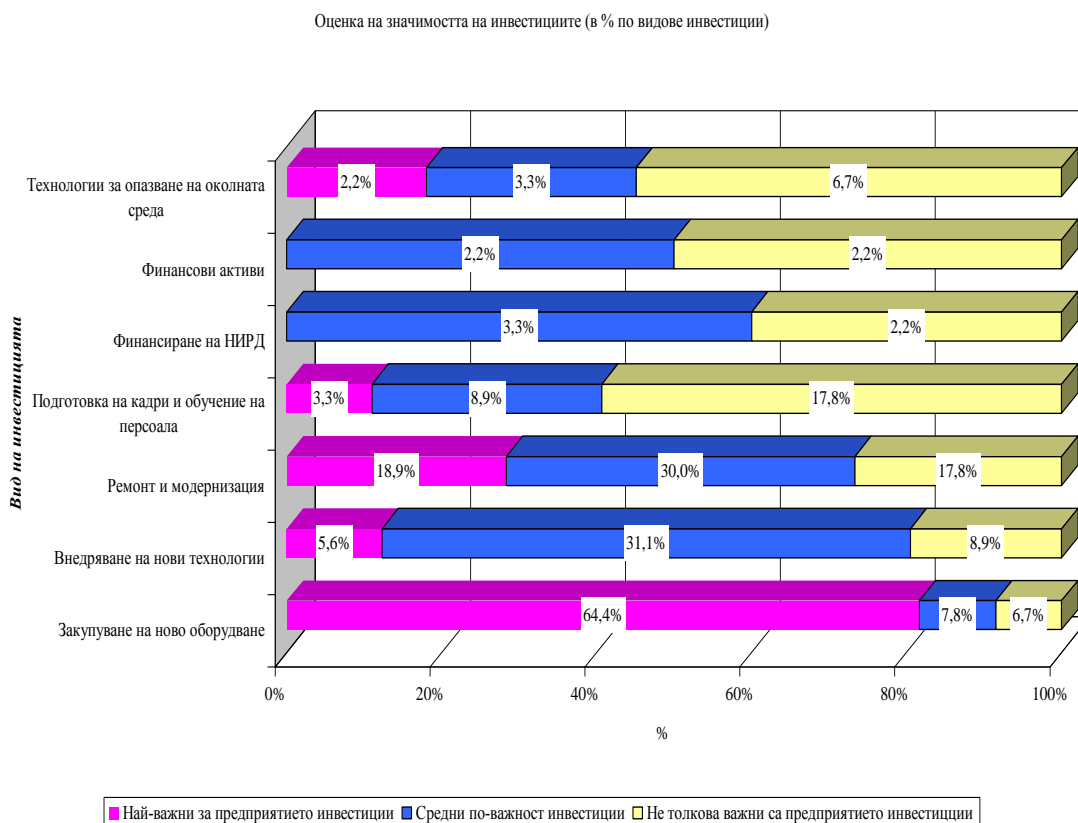
Направило ли е инвестиции вашето предприятие през последните 3 години (%)



Представа за инвестиционните нагласи и намерения сред предприятията дава и *оценката на значимостта на инвестициите по видове* (Фигура 2). Като най-значими се открояват инвестициите за закупуване на оборудване (64.4%), както и за ремонт и модернизация (18.9%). Прави впечатление малкият ресурс, по мнението на самите респонденти, който се отделя за професионално обучение на персонала. Възможно обяснение за това са очакванията за финансов ресурс от структурните фондове на ЕС. В този смисъл може да се очаква активизиране на компаниите и в тази насока след 1 януари 2007 г.

Предприятията посочват като основен източник за направените инвестиции собствения капитал – 86.7% от отговорилите, на второ място са поставени банковите кредити – 56.7%. Това е показателно за все още неустановените практики за ползване на други външни, в т.ч. и специфични източници на финансиране. Причините се коренят както в състоянието на финансовата система в България и капацитета на финансовия сектор, така и в предприемаческата култура и амбицията за осъществяване на дългосрочни инвестиционни проекти.

Фигура 2



Интерес представлява корелацията между направените от предприятията в извадката инвестиции и отрасловата им принадлежност<sup>3</sup> (Таблица 1). Разпределението е показателно за преобладаваща инвестиционна активност в преработваща промишленост (68.8%), но също и в хранително-вкусовата промишленост (66.7%), строителството, търговията и ремонт (54.5%).

Необходимо е да се отбележи също, че съществува правопрпорционална зависимост между направените инвестиции и увеличаването на оборота сред предприятията от извадката. При 63.5% от респондентите инвестициите са нараснали значително при увеличаване на оборота. Паралелно с това в 38.5% от случаите са направени инвестиции независимо от негативните резултати за оборота на предприятията. Изчислените средни стойности на разглежданите величини за всички представени случаи показват, че най-голяма тежест

<sup>3</sup> Зависимостите са изведени по групи отрасли, съобразно възприетата Национална класификация на икономическите дейности Версия 2003 (НКИД-2003). С., НСИ.

притежават оценките „направени значителни инвестиции” (48.6%) и „направени инвестиции, но незначителни” (45.5%), което би могло да се възприеме като поредно доказателство за повишената инвестиционна активност на предприятията от извадката.

Таблица 1

Зависимост между отраслова принадлежност и направени инвестиции (%)

Отрасъл	Не	Да, но незначителни	Да, значителни	Затруднявам се да отговоря	Общо
Машиностроене	0.0	50.0	43.8	6.3	100.0
Добивна промишленост	0.0	60.0	40.0	0.0	100.0
Преработваща промишленост	6.3	25.0	68.8	0.0	100.0
Хранително-вкусова промишленост	16.7	16.7	66.7	0.0	100.0
Лека промишленост	0.0	46.7	53.3	0.0	100.0
Строителство, търговия и ремонт	0.0	45.5	54.5	0.0	100.0
Туризм	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0
Производство на ел. енергия, газ и вода	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0
Транспорт	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0
Бизнес-услуги и недвижими имоти	33.3	66.7	0.0	0.0	100.0

Допълнителна информация за инвестиционната активност предоставя и отчетената зависимост между *направените инвестиции* и *организационно-правния статут* на предприятията от извадката. Значителни инвестиции са осъществени в 56.8% от ПАД и 52.3% от АД. Въпреки доминиращото присъствие на ПАД в посочените аспекти не бихме могли категорично да направим заключението, че причината за това разпределение е в достъпа и участието им на капиталовите пазари. Предвид обстоятелство, че основен източник за финансиране е собственият капитал, инвестиционната активност би трябвало да се търси в определени вътрешнофирмени стимули и решения на управителните органи за разпределение на капитала.

По отношение на източниците на финансиране (в анкетната карта са представени както външни, така и вътрешни източници на набавяне на капитал) традиционно доминират банковите кредити. Предприятията от извадката оценяват като най-значимо финансирането на дейността с банкови кредити (41.1%), следват вътрешните източници на финансиране и по-специално – собственият капитал на дружествата (37.8%). Твърде ограничено все още се използват възможностите за набавяне на капитал чрез нови емисии и посредством капиталовия пазар. Продажбата на акции като един от най-важните външни източници на финансиране в развитите икономики се определя като малка по значимост възможност за набавяне на капитал – 4.4% (Таблица 2). Причините за това би трябвало да се търсят повсеместно - както в степента на развитост /неразвитост

на капиталовия пазар в страната, така и в корпоративната нагласа и избора на стратегия за инвестиционните дейности в предприятията.

Таблица 2

Оценка на възможностите за финансиране за следващите 5 години по видове източници (%)

	Близка до нулева	Малка	Средна	Голяма	Не мога да преценя	Неотговорили
Банкови кредити	12.2	11.1	30	41.1	4.44	1.1
Продажба на акции	43.3	18.9	4.44	6.67	8.9	17.8
Собствени средства	0	18.9	37.8	37.8	1.11	4.44
Средства на холдинга	31.1	10	12.2	10	11.1	25.6
Други източници	21.1	16.7	8.9	3.3	23.3	26.7

При по-детайлното представяне на показателя за *оценка на източниците на финансиране* се вижда, че банковите кредити са оценени като най-значим външен източник сред предприятията от преработващата, леката промишленост и машиностроенето. По-подобен начин, но в значително по-малка степен е оценена и продажбата на акции – най-значима е за предприятията от леката промишленост и машиностроенето (Таблицы 3 и 4).

Таблица 3

Оценка на възможностите за финансиране с банкови кредити според отрасловата принадлежност на предприятията от извадката (%)

	Близка до нулева	Малка	Средна	Голяма	Не мога да преценя	Общо
Машиностроене	25.0	12.5	18.8	43.6	0.0	100.0
Добивна промишленост	0.0	0.0	20.0	60.0	20.0	100.0
Преработваща промишленост	0.0	0.0	37.5	62.5	0.0	100.0
Хранително-вкусова промишленост	0.0	16.7	16.7	50.0	16.7	100.0
Лека промишленост	11.8	17.6	29.4	41.2	0.0	100.0
Строителство, търговия и ремонт	8.3	16.7	66.7	8.3	0.0	100.0
Туризм	50.0	0.0	0.0	50.0	0.0	100.0
Производство на ел. енергия, газ и вода	0.0	50.0	50.0	0.0	0.0	100.0
Транспорт	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0
Бизнес-услуги и недвижими имоти	50.0	0.0	25.0	25.0	0.0	100.0
Общо	12.2	11.0	31.7	42.7	2.4	100.0

Таблица 4

Оценка на възможностите за финансиране от продажба на акции според  
отрасловата принадлежност на предприятията от извадката (%)

	Близка до нулева	Малка	Средна	Голяма	Не мога да преценя	Общо
Машиностроене	61.5	15.4	7.7	15.4	0.0	100.0
Добивна промишленост	40.0	40.0	0.0	0.0	20.0	100.0
Преработваща промишленост	35.7	28.6	7.1	14.3	14.3	100.0
Хранително-вкусова промишленост	40.0	20.0	0.0	0.0	40.0	100.0
Лека промишленост	50.0	21.4	7.1	7.1	14.3	100.0
Строителство, търговия и ремонт	77.8	11.1	11.1	0.0	0.0	100.0
Туризъм	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0	100.0
Производство на ел. енергия, газ и вода	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0
Транспорт	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0
Бизнес-услуги и недвижими имоти	50.0	25.0	0.0	25.0	0.0	100.0
ОБЩО	52.2	23.2	5.8	8.7	10.1	100.0

Представените зависимости са показателни за „нагласата“ на предприятията (в случая, по отрасли) при финансиране на инвестиционните дейности. Прави впечатление, че 52.2% (Таблица 4) от анкетираните предприятия оценяват като *близка до нулева* възможността за финансиране чрез продажба на акции, в което се проявява и тяхната възприемчивост към възможностите, които предлага капиталовият пазар в България. Причините би трябвало да се търсят не само в състоянието на капиталовия пазар в страната, но и в нагласата на предприемачите към по-голяма активност и гъвкавост при управлението на активите и оптимизирането на капиталовата структура на фирмите.

#### 1.2. Изплащане на дивиденди

Предприятията от извадката оценяват най-високо мотивите, свързани с формирането на позитивен имидж на компанията сред инвеститорите – 28.3% (Таблица 6). На второ място се нарежда необходимостта от повишаване капитализацията на дружествата на фондовия пазар (12.1%), осигуряване на добри отношения с трудовия колектив (11.1%) и избягване на конфликти с някои от влиятелните акционери (12.1%). Това контрастира с високия относителен дял на предприятия, в които не се изплащат дивиденди – 57.8% (Таблица 5), което се дължи включително и на неустановени все още традиции при провеждането на дивидентна политика. Друго възможно обяснение е и самият избор на корпоративна стратегия, свързана с реинвестиране на печалбата с оглед формирането на стабилни вътрешни източници за финансиране на инвестиционните дейности.

Таблица 5

Изплащане на дивиденди през последните 3 години

	Брой	%
ниито веднъж	52	57.8
Само през 1 година	6	6.7
В течение на 2 години	12	13.3
в течение на 3 години	12	13.3
Неотговорили	8	8.9
<b>Общо:</b>	<b>90</b>	<b>100.0</b>

Таблица 6

Основни цели при изплащане на дивиденди

	Брой посочвания	% от посочванията	% от отговорилите
Повишаване на капитализацията на компанията на фондовия пазар	12	12.1	18.8
Формиране на позитивен имидж на компанията пред инвеститорите	28	28.3	43.8
Избягване на конфликт с някои влиятелни акционери (държавата, чуждестранни акционери)	12	12.1	18.8
Осигуряване на добри отношения с трудовия колектив (дребните акционери)	11	11.1	17.2
Друго (моля, добавете)	2	2.0	3.1
Затруднявам се да отговоря	1	1.0	1.6
Не сме изплащали дивиденди	33	33.3	51.6
<b>ОБЩО:</b>	<b>99</b>	<b>100.0</b>	<b>-</b>

При изследване на зависимостта между изплатените дивиденди и отрасловата принадлежност (Таблица 7) най-голяма активност се установява сред дружествата от хранително-вкусовата промишленост (33.3% само за 1 година), добивната промишленост (40% в течение на 2 години), преработваща промишленост (30.8% в течение на три години) и строителството, ремонта и търговията (27.3% в продължение на две години). Въпреки наблюдаваната активност в посочените отрасли данните допълват основния извод за **установената практика на неизплащане на дивиденди в страната**. Експерти от Българската фондова бора и Комисията за финансов надзор открояват като основна причина, респ. като основен проблем за неизплащането на дивиденди решенията на мажоритарния собственик и по-конкретно решенията на собственика за разкриване на информация и за изплащането на дивиденди

Таблица 7

Зависимост между изплатените дивиденди и отрасловата принадлежност на анкетираните предприятия

	Нито веднъж	Само през 1 г.	В течение на 2 г.	В течение на 3 г.	Общо
Машиностроене	76.5	5.9	5.9	11.8	100.0
Добивна промишленост	60.0	0.0	40.0	0.0	100.0
Преработваща промишленост	61.5	0.0	7.7	30.8	100.0
Хранително-вкусова промишленост	50.0	33.3	0.0	16.7	100.0
Лека промишленост	71.4	7.1	21.4	0.0	100.0
Строителство, търговия и ремонт	54.5	0.0	27.3	18.2	100.0
Туризм	100.0	0.0	0.0	0.0	100.0
Производство на ел. енергия, газ и вода	50.0	0.0	50.0	0.0	100.0
Транспорт	50.0	50.0	0.0	0.0	100.0
Бизнес-услуги и недвижими имоти	50.0	0.0	25.0	25.0	100.0
<b>Общо</b>	<b>64.5</b>	<b>6.6</b>	<b>15.8</b>	<b>13.2</b>	<b>100.0</b>

На сегашния етап на изследване не могат да се изведат зависимости между изплащането на дивиденди и финансовото състояние на предприятията, съответно и за съотношението с направените инвестиции. Ограничаването на обхвата не ограничава самото изследване, нещо повече, ясно очертаните граници на възможните зависимости сами по себе си са категоричен извод за българската практика – *за все още несъществуваща корелация между тези няколко променливи величини*. Причините би трябвало да се търсят както в предприятията, така и в държавата – преди всичко по отношение на регламентирането на амортизационната политика и реинвестирането на печалбата при корпоративното подоходно облагане.