

ОСНОВНИ ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕДПОСТАВКИ ЗА АКТИВИЗИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ДЕЙНОСТ

При анализа на съществуващите икономически предпоставки за активизиране на инвестиционната дейност в България ще се спрем върху най-актуалните от тях в сегашния момент, а именно: 1) въвеждането на паричната система, основаващата се върху принципите на т.нар. валутен съвет; 2) извършената ревалоризация на някои активи и пасиви на предприятията. **При анализа на валутния съвет от гледна точка на активизирането на инвестициите** в студията е акцентирано върху следните въпроси: 1) направен е анализ на влиянието на валутния съвет върху промените на инвестиционния климат; 2) разгледани са инвестиционното поведение на предприятията, подходящите стратегии и решения за инвестиране в условията на валутен съвет в сравнение с тези в условията на инфлация.

При анализа на проведената ревалоризация на дълготрайните материални активи като предпоставка за подобряване на финансово-икономическото състояние на предприятията и за акумулиране на собствени ресурси за инвестиции е акцентирано върху следното: 1) предложена е методика за оценка на резултатите от ревалоризацията; 2) сравнени са методите на проведената през 1991-1992г. преоценка на имуществото и настоящата ревалоризация; 3) направена е оценка на степента на отчитане на инфлацията в официалната методика за ревалоризация и при нейното прилагане на практика; 4) анализирани са икономическите резултати от ревалоризацията за страната.

1. Влияние на валутния съвет върху промените на инвестиционния климат

Валутният съвет без съмнение ще определи развитието на България през предстоящите няколко години. **В условията на макроикономическа стабилизация самото активизиране на инвестиционната дейност в значителна степен зависи от поведението на стопанските субекти - предприятията.** Това е така, защото в резултат от наблюдаваната стабилизация в страната се променя инвестиционният климат. Като следствие от неговата промяна има надежда за съживяване на инвестиционната активност¹. Подобряването на инвестиционния климат е

¹ Подробен анализ на връзката между инвестиционната активност и параметрите на макроикономическата вж. в Ангелов, И. Инвестиционна активност, растеж и макроикономическа среда. - В: Икономиката на България до 2000 година. С., Икономически институт на БАН, 1998.

една от най-важните предпоставки за привличане на инвеститорите (местни и чуждестранни) в икономиката на всяка страна.

По принцип паричната система на валутния съвет не позволява инфлационно обезценяване на парите и следователно не допуска инфлация. Цялото доскорошно поведение на предприятията обаче беше формирано главно под нейното влияние. Ето защо едно сравнение на поведението на предприятията в условията на инфлация с възможните промени в него в условията на валутен съвет ще позволи да анализираме как валутният съвет се отразява върху съживяването на инвестиционната активност на предприятията. При този анализ е много важно да осъзнаем, че осигуряването на стабилността на националната парична единица² чрез фиксирането на валутния курс не става в резултат на съответните успехи в икономическото развитие на страната, а се извършва до голяма степен изкуствено, тъй като за тази цел отвлеча огромни валутни ресурси във вид на 100% осигуряване на наличните левове в обръщение с резервната валута. Опонентите на валутния съвет справедливо посочват в тази връзка, че излишните валутни резерви биха могли да бъдат използвани за внос, за поддържане на жизненоважни дейности в социалната сфера, за развитие на производството и главно за инвестиции.

Тезата, че подобряването на инвестиционния климат е решаващата предпоставка за съживяване на инвестиционната активност на предприятията чрез промяна на тяхното поведение, е безспорна. Като цяло условията за инвестиране могат да бъдат характеризирани с известния индекс BERI (Business Environment Risk Index), предложен от Д. Ханер³. Оценката на този индекс се извършва по експертен начин с помощта на 15 не само икономически и финансови, но и политически фактори, които влияят както върху местните, така и върху чуждестранните инвеститори.

Тези фактори имат индивидуално тегло, което е най-голямо за първия – “политическа стабилност” (тегло 3). Такива фактори като “темп на икономическия растеж на страната” и “конвертируемост на нейната валута” имат тегло 2,5. Факторите “равнище на разходите за труд”, “възможност за вземане на краткосрочни заеми” и “възможност за вземане на дългосрочни заеми” имат тегло 2,0. Факторите “отношение към чуждите инвеститори”, “възможност за национализация”, “равнище на инфлация”, “състояние на платежния баланс на страната” и “изпълнение на договорите” са с тегло 1,5. Факторите “наличие на бюрократични препятствия”, “качество на комуникациите в страната” и “наличие на местни партньори” имат тегло 1,0. С тегло 0,5 се оценява и факторът “състояние на обслужващата сфера в

² Класическите методи за стабилизиране на обезценената парична единица са различни, но най-разпространените от тях са: нулификацията (действащи парични знаци се обявяват за недействителни и на тяхно място се пускат нови, при което старите пари не се обменят за нови); ревалвацията (обезценените парични знаци се обменят за нови, които имат по-висока стойност или се повишава курсът и паритетът на паричната единица, като се запазват в обращение старите пари); девалвацията (официално намаляване на курса на парите към чуждестранните валути и снижаване на тяхното златно покритие); дефлацията (повишаване на покупателната сила на парите, в т.ч. и по пътя на постепенното изтегляне на една тяхна част от обръщение) и др.

³ По-подробно вж. Христов, Ст. Управление на инвестициите в приватизацията. –Банки, инвестиции, пари, 1996, кн. 4, с. 47.

страната". Анализът показва, че такива фактори като "наличие на политическа стабилност", "възможност за национализация", "равнище на инфлация", "конвертируемост на валутата", "възможност за вземане на дългосрочни и краткосрочни заеми" и "равнище на разходите за труд" действат върху всички инвеститори (местни и чуждестранни). Повечето от тях се оказват под прякото влияние на строгите правила на валутния съвет.

Валутният съвет има директна връзка с фактора **"политическа стабилност"** по две причини. Преди всичко самото му въвеждане стана възможно в условията на национално съгласие, постигнато през февруари 1997 г., което е отчасти и заслуга на МВФ. Освен това валутният съвет като независима монетарна институция е предпазен от политически натиск и напълно естествено се превръща в условие, определящо политическата стабилност дори в нашата страна за много години напред.

Факторът **"конвертируемост на валутата"** е вграден в самата същност на валутния съвет, покривайки изцяло "финансовата територия" от 100% вътрешна до пълна външна конвертируемост на националната парична единица (като крайна цел). Това показва и опитът на другите страни, прилагали успешно дисциплиниращите механизми на тази монетарна институция.

Относно фактора **"равнището на разходите за труд"** може да се отбележи, че в началните години на действие на валутния съвет това равнище ще остане сравнително ниско. За валидността на този извод свидетелстват и клаузите за повишаването на заплатите в тригодишното споразумение (до 2001 г.) с МВФ. Ето защо ниският дял на трудовите разходи в общите (10-11%) ще стимулира (или най-малкото няма да възпира) инвестиционната активност на фирмите.

Валутният съвет, осигурявайки стабилна национална парична единица, внушава достатъчно доверие в цялата финансово-кредитна система на страната и затова има пряко влияние върху понижаването на инфлацията и лихвените проценти, определящи **възможността за вземане на дългосрочни и краткосрочни кредити**. Що се касае до фактора **"възможност за национализация"**, може да се твърди, че правата върху частната собственост в България са вече защитени със съответните закони. Ето защо местните и чуждестранните инвеститори могат да бъдат сигурни, че правителството няма да конфискува тяхната собственост.

За привличане главно на чуждестранните инвеститори в страната влияят такива фактори като темпа на нейния икономически растеж, състоянието на платежния баланс, изпълнението на договорите от страна на местните партньори и тяхното наличие, състоянието на обслужващата сфера и качеството на комуникациите. Сред факторите със значение за чуждестранните инвеститори са и възможността за национализация, отношението към чуждите инвеститори и дори наличието на бюрократични препятствия. **Връзката на валутния съвет с тези фактори не е пряка**. Отначало той създава само предпоставки за овладяване на кризисните процеси в икономиката и едва след това могат да се реализират и условия за нейния икономически растеж и в перспектива постепенното увеличаване на темповете му. Ориентирите в това отношение са темповете на растежа в страната на избраната резервна валута - Германия.

Обикновено растежът на икономиката се свързва с повишаване на нейната конкурентоспособност на външните пазари. Тук влиянието на валутния съвет (без законова промяна на фиксирания валутен курс) е отрицателно, тъй като при тенденцията към засилване на германската марка, левът се надценява, износът се намалява и по този начин се оказва допълнителен натиск върху платежния баланс на страната.

Що се отнася до другите фактори като изпълнението на договорите от страна на местните партньори, състоянието на обслужващата сфера и на комуникациите, отношението към чуждестранните инвеститори и бюрократичните препятствия, то тяхното подобряване по принцип не зависи от валутния съвет. Неговото влияние е косвено, тъй като в тези условия българските предприятия би трябвало да осъзнаят, че стриктното изпълнение на договорите от тяхна страна, повишаването на качеството на обслужването и др. ще подобрят имиджа на България и ще повлияят положително върху чуждестранните инвеститори. **Като цяло имаме основания да очакваме, че под въздействие на строгите механизми на валутния съвет инвестиционният климат в страната постепенно ще се подобри. Бърз обрат в поведението на предприятията обаче в условията на валутен съвет не се очаква.**

2. Поведение на предприятията в условията на инфлацията и при валутен съвет

На едно от първите места сред икономическите фактори, определящи инвестиционния климат, се откроява равнището на инфлацията. **Анализът на доскорошното поведение на предприятията, функциониращи в условията на инфлация, в сравнение с тяхното очаквано поведение в условията на валутен съвет, при който теоретично е невъзможно инфлационното обезценяване на парите, показва следното:**

Първо. Инфлацията утежнява положението на предприятията и влияе върху тяхната акумулативна способност за самофинансиране, за използване на инвестиционния кредит и за инвестиране в ценни книжа. На равнище предприятие инфлацията се проявява главно като инфлация на неговите разходи (издръжки). При доскорошните трудни условия на прехода към пазарна икономика голямата инфлация (и нейното очакване) подтикваше предприятията към поддържането на високо равнище на цените и тогава, когато съвкупното потребителско търсене на тяхната продукция оставаше ниско. Инфлацията на разходите може да бъде предизвикана и от пазарната политика на предприятията, които предлагат на пазара своите стоки и услуги на по-висока цена поради стремежа им към увеличаване дяла на печалбата в цените на стоките. Освен това промените в търсенето на инвестиционни стоки, както и в технологиите, могат обективно да доведат до нарастване на цените на продукцията на предприятията.

Съществено значение за нормалното функциониране на предприятието има предвиждането на инфлацията, което се отразява върху неговото поведение. Когато предприятието като производствен агент очаква повишаване на цените, тогава то степенува своите задачи по един адекватен за условията на инфлацията начин. В този случай за него на преден план

излизат въпросите за реализацията на такъв доход, какъвто е необходим, за да се отговори на предизвикателствата на предвидената инфлация. Целта е, първо, да се покрият направените разходи и второ, да се натрупа колкото може по-голяма печалба, за да има възможност предприятието да оцелее и да функционира и в бъдеще. В условията на инфлация въпросите за увеличаване обема на производството и за нарастване на производителността на труда се поставят на втори план. По този начин целите на предприятието да оцелее при инфлационния натиск върху неговата дейност доминират над тези за развитие на самото производство и обновяването му чрез инвестиции. **Ето защо в условията на инфлация доскорошното поведение на фирмите в българските условия може да бъде характеризирано като поведение на оцеляване.**

Влиянието на инфлацията на равнище предприятие се изразява в промяната както на реалната стойност на всички съставни части, участващи в калкулиране на продукцията и формиране на печалбата, така и на всички финансови потоци, осигуряващи собствените и заемните капитали на предприятието. Инфлацията подрива инвестициите, които могат да правят отделните предприятия, чрез повишаване на лихвените проценти и скъсяване на сроковете за изплащане на инвестиционните кредити. Тези условия се поставят от финансово-кредитната система в страната с цел отразяване на инфлацията. Лихвата се включва в инвестиционните разходи и когато нейният дял в тяхната структура е много голям, това потиска желанието и възможностите на предприятията да инвестират. Тъй като **лихвеният процент е цената на заемния капитал, той се превръща в главния инфлационен фактор на етап приемане на самото решение на предприятието за инвестиране.**

Второ. Строгите механизми на валутния съвет създават условия за промяна на поведението на предприятията от поведението на оцеляване⁴, при което инвестиционната активност или напълно липсва, или инвестициите се насочват предимно за поддържане на съществуващите дълготрайни активи към **поведение на съживяване.** Укрепвайки паричната единица, **валутният съвет окуражава предприятията с това, че прави техните икономически очаквания предвидими.** Инвеститорите изобщо и кредитодателите в частност в тези условия не са склонни да изискват високи реални лихвени проценти като компенсация за поетия риск от обезценката на паричната единица, тъй като при валутния съвет тя 100% е осигурена с резервна валута. По тази причина и лихвените проценти падат до приемливо за инвеститорите равнище. **Предприятията получават шанс за първи път от началото на реформата да формират стратегии за своето развитие при предвидими макроикономически условия** от гледна точка на приемливо равнище на инфлацията и на лихвения процент за обезпечаване на своите инвестиционни ресурси.

⁴ Самият успех на предприятието, когато то има поведение на оцеляване, е доста доста проблематичен. При подобно поведение мениджърите му смятат, че те имат много малко влияние върху дейността му за разлика от прекалено голямото влияние на обкръжаващата среда (доскоро инфлацията доминираше над всички останали параметри на средата). По-подробно за самия модел на оцеляване вж. Aldag, R., T. Streamns. Management. South-Western Publishing Co, 1987.

Анализът показва, че **валутният съвет оказва влияние преди всичко върху функционалните стратегии и най-много върху финансовите, тъй като те са насочени към осигуряването, разпределението, отчитането и управлението на финансовите средства.** Най-голямо влияние валутният съвет ще окаже върху дългосрочните финансови стратегии предвид стабилната парична среда. Другите видове функционални стратегии⁵, а именно маркетинговите, производствените, стратегиите в областта на изследванията, иновациите и персонала са неутрални към механизмите на валутния съвет.

Условията, в които се намират в момента повечето български предприятия, могат да бъдат обобщени по следния начин: 1) тежко финансово-икономическо състояние в резултат от натрупаните загуби и високата задлъжнялост към банките, доставчиците, бюджета и персонала; 2) за финансирането на дейността и инвестициите на предприятията чрез все още неразвита капиталов пазар може да се говори само в бъдещо време; 3) банковата система предявява голяма взискателност при отпускане на нови кредити.

При тези обстоятелства едва ли може да се твърди, че предприятията имат голям простор при избора на алтернативни фирмени стратегии в условията на валутния съвет. Предприятието може да реагира на въздействието на обкръжаващата среда по много различни начини. В зависимост от това как реагира то **бихме препоръчали да се обърне по-голямо внимание върху следните алтернативни стратегии, а именно стратегия на реакцията, отбранителната, атакуващата и анализаторската стратегии.** Като цяло могат да бъдат отнесени към адаптивния модел на поведение на предприятието.

Адаптивният (към посочените условия) модел на поведение на предприятието е възможно да бъде реализиран с помощта на следните стратегии.

1. Стратегия на реакцията. Чрез тази стратегия предприятието анализира допуснатите грешки и може по принцип да избере или **стратегията за ликвидация, или стратегията за отделяне, или стратегията за тотални икономии.** По възможност първата трябва да се избягва, обаче тя е наложителна в случай на очаквано обявяване в несъстоятелност. В тези условия, преди активите на предприятието да се обезценят безвъзвратно, по-добре е да се продадат обособени части от тях или дори отделно оборудване и машини и по този начин да се спечелят пари и от ликвидацията. Стратегията на отделяне предполага поради лошото финансово състояние на предприятието продажбата на една част от него с цел запазване и оздравяване на останалата му част. Тя може да бъде комбинирана с

⁵ По-подробно за същността на фирмените стратегии вж. Porter, M. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. The Free Press, 1980; Porter, M. Competitive Advantage. New York, 1985; Hussey, D. Corporate Planning: Theory and Practice. Oxford, 1976; Steiner, G. J. Miner. Management Policy and Strategy. New York, 1982; Pearce II, J., R. Rorinson. Strategic Management-strategy formulation and Implementation. Irwin, 1988; Miles, R., C. Snow, Organizational Strategy, Structure and Process. McGraw-Hill Book Co, 1978; Ансофф, И. Стратегическое управление. М., Экономика, 1989; Дончев, Д., Мл. Велев, Й. Димитров. Икономика на предприятието. С., ИК СИЕЛА, 1998.

конкурентната стратегия например за пълно лидерство в разходите. Според тази стратегия предприятието се стреми да осигури по-ниски разходи от тези на своите конкуренти и по този начин да обезпечи по-висока възвръщаемост на евентуалните инвестиции дори тогава, когато цените на неговата продукция ще бъдат по-ниски от тези на конкурентите. Предприятието избира стратегията на тотални икономии при общ спад на производството и различни затруднения от финансов характер. Тогава то се стреми да намали не само преките производствени разходи, но и тези по управление, за маркетингови и други проучвания и прибягва към съкращаване на персонала до поносимо ниво.

2. Отбранителна стратегия. Чрез нея предприятието търси възможности за стабилизиране на средата (стабилната парична среда е една от възможностите, предоставяни от валутния съвет) и се стреми поне да защити и запази своето досегашно положение на пазара. Тази стратегия може да бъде комбинирана например със стратегията на концентрация. Това означава, че предприятието ще концентрира своите усилия върху този продукт, който прави и продава най-добре (на сегашни потребители или чрез привличането на потребители на конкурентите и дори на потенциални купувачи, които досега не са употребявали избрания продукт).

3. Атакуваща стратегия. При тази стратегия предприятието осъществява бързи промени чрез избиране на подходящи стратегии за растеж например чрез интеграция. Последната може да бъде хоризонтална, а също и интеграция "напред" и "назад". При хоризонталната интеграция предприятието се интегрира с друга фирма от същия отрасъл с цел обединяване на техните усилия за ограничаване на конкуренцията или за навлизане на нови пазари, или за създаване на нови продукти (услуги). При интеграцията "напред" предприятието се интегрира с търговците на едро (а понякога и на дребно) с цел да засили контрола върху продажбите и да увеличи печалбите. При интеграцията "назад" предприятието се интегрира със своите доставчици и по този начин осъществява контрол върху доставките с цел намаляване на разходите и увеличаване на печалбите.

4. И накрая бихме искали да обърнем внимание върху **анализаторската стратегия** изобщо. При тази стратегия една част от предприятието насочва своите усилия върху отбранителната стратегия, а друга - върху атакуващата. При нея мениджърите на предприятието трябва добре да балансират неговите отбраняващи се и атакуващи отдели (производства).

Само след успешно осъществяване на една или на комбинация от посочените стратегии предприятието може да се насочи към преки иновационни цели, т.е. да влага инвестиции или в създаване на нови продукти, или във внедряване на нови технологии, или и в двете. Осъществяването на тези цели обаче трябва да бъде обвързано със съответното набиране на капитали с ясна представа за източниците на необходимите за посочените инвестиции финансови средства. Тези източници могат да бъдат собствени (неразпределена печалба, натрупана амортизация и средства на акционерите) и заемни (банковият, търговският и облигационният кредити). По-нататък в студията ще се спрем върху собствените източници за инвестиции и по-подробно върху възможностите,

които се създават чрез проведената към 31 декември 1997г. ревалоризация на дълготрайните активи на предприятията.

3. Влияние на валутния съвет върху вземане на решение за инвестиране

Подобряването на финансово-икономическото състояние на предприятията, разгръщането на капиталовия пазар чрез редовна работа на фондовата борса и повишаването на доверието към банковата система (с цел превръщане на спестяванията на населението в инвестиции) са необходими, но не и достатъчни условия за трайна промяна в поведението на предприятията предвид увеличаване на тяхната инвестиционна активност. Съществува и една доста специфична причина - лаг от няколко години между периода на вземането от страна на предприятието на решение за инвестиране и получаването на реални икономически резултати от практическата реализация на приетото решение. По тази причина инвестиционното оживление по принцип може да бъде предшествано от общо стопанско оживление в страната и на сегашния етап на действието на механизмите на валутния съвет може да се говори реално за **промени в механизмите за приемане на инвестиционните решения**.

Предприятията увеличават капитала си и създават богатство в резултат от успешни инвестиционни решения. За успешни се смятат такива решения, които пораждат положителни парични потоци. Вземането на инвестиционно решение в условията на инфлация се усложнява от високата степен на неопределеност и несигурност при прилагане на общоприетите методи за анализ на "разходи - приходи" (Cost-Benefit Analysis). При прилагането на тези методи инфлацията усложнява самото прогнозиране на движението на паричните потоци, което се прави за целия срок на икономически живот на един или друг инвестиционен проект. **Финансовата стабилизация в условията на валутен съвет трайно ще фиксира равнището на инфлацията на ниски стойности, което ще намали степента на неопределеност, несигурност и риск при вземане на решение за инвестиране.** Проблемите, които възникват при вземане на решение за инвестиране в условията на инфлация за разлика от тези на валутен съвет, могат да бъдат обобщени по следния начин:

Първият проблем е свързан с точността и достоверността на подготвяните изходни данни за разчетите в стойностно изражение. Очевидно е, че при разчетите в условията на инфлация е много ненадеждно данните за стойността да бъдат в левове. За да има съпоставимост, много често се прибегваше до използване на цените във валута, което от своя страна е свързано с успешно (или напротив) прогнозиране на валутните курсове. **В условията на валутен съвет** националната парична единица е стабилна поради фиксирания валутен курс, което осигурява вярната интерпретация на получените резултати от изчисленията на входящия и изходящия паричен поток, нетната настояща стойност и нормата на възвръщаемост на инвестициите. По този начин разчетите стават валидни както за проектите, които са ориентирани към местния пазар, така и за тези, които са насочени към износ.

Вторият проблем в условията на инфлация е свързан с необходимостта от прогнозиране на нейните темпове, които ще се променят през годините на икономически живот на проекта и това изисква прогнозиране и на свързаните с тези темпове лихвени проценти по кредитите. Освен това при високата инфлация е необходимо да се отчитат в разчетите лихвените проценти не само за средносрочните и дългосрочните кредити, но и за краткосрочните, тъй като при инфлация възникват големи трудности и при осигуряване на финансирането на оборотния капитал. Най-големият проблем при подобно прогнозиране създава т. нар. "структурна инфлация", при която цените на различните видове материали, енергия и услуги се променят неравномерно, което изкривява картината на съответните парични потоци. **В условията на валутен съвет бъдещите колебания в темповете на инфлацията и лихвените проценти са предвидими, което ще създаде известна сигурност на входа и изхода на предприятието при бъдещата реализация на взетото инвестиционно решение.**

Третият проблем възниква при адекватно на условията на инфлацията отчитане в разчетите на паричните потоци на сумите на амортизационните отчисления. Ако срокът на икономически живот на проекта е достатъчно дълъг и балансовата стойност на дълготрайните активи се приема за постоянна и не се предвижда периодична тяхна индексация в зависимост от инфлацията, тогава действителната необходимост на фирмите от амортизационни отчисления с цел възстановяване на активите ще се различава значително от разчетната при вземането на едно или друго инвестиционно решение. Приемането в разчетите на постоянна балансова стойност на активите значително ще завиши оценката на предвижданата печалба, а следователно и ще увеличи данъчното бреме и като цяло крайната оценка на паричните потоци ще бъде по-оптимистична от действителните потоци при реализацията на инвестиционното решение. **В условията на валутен съвет вече няма настоятелна необходимост от индексацията на активите, предвижданите амортизационни отчисления ще бъдат по-реални, а следователно ще има по-голяма сигурност, че финансовата състоятелност на избраното инвестиционно решение и икономическата му рентабилност ще отразят реалната ликвидност и ефективност.** По тази причина инвестиционното поведение на предприятията ще се определя в по-голяма степен от спецификата на инвестицията, която зависи от такива фактори като скоростта на оборота на капитала, продължителността на срока на икономически живот, дела на амортизационните отчисления в себестойността на продукцията и главно рентабилността на продажбите вътре и извън страната.

Валутният съвет създава условия за промени в самата индикация на икономическата конюнктура. Според досегашната практика икономическата конюнктура, при която се вземат всички икономически решения от страна на фирмите, се определя въз основа на три възможни индикатора: 1) равнището на лихвените проценти по кредитите на банките; 2) равнището на съществуващия и очаквания (прогнозирания) темп на инфлация; 3) средната възвръщаемост (рентабилност) на вложения капитал в отрасъла, където се предполага практическата реализация на взетото инвестиционно решение. Високото равнище на първите два индикатора

(лихвите и инфлацията) обезсмисля и прави невалиден третия - възвръщаемостта, тъй като при високи лихви и голяма инфлация само една малка част от възможните при нормална конюнктура инвестиционни решения могат да бъдат смятани за приемливи от гледна точка на възвръщаемостта.

В условията на валутен съвет, когато инфлацията и лихвените проценти са ниски, икономическата конюнктура ще се определя главно от рентабилността, което очевидно ще увеличи портфейла от приемливи инвестиционни решения. В тези условия предприятието получава възможност да избира от по-голям набор инвестиционни решения, сред които ще бъдат и такива, способни да осигурят възвръщаемост, по-голяма от пазарния лихвен процент.

Икономическите решения, които би трябвало да взимат всички сегашни и бъдещи капиталовложители (акционери, заемодатели, доставчици и други търговски кредитори) на предприятието, неговите клиенти и служители се основават на данните от финансовите му отчети. Тези икономически решения ще бъдат правилни, ако цените на продукцията и издръжката на предприятието останат постоянни и няма динамично научно-техническо развитие, съпроводено от разнообразни рискове и несигурност. С други думи, трябва да са изпълнени условията, при които е възможно финансовите отчети на предприятието да се базират върху използването на традиционния метод на счетоводно отчитане (или себестойностен модел), основан върху "историческата" цена на неговите активи и пасиви. Положението с вземането на посочените решения от страна на различни икономически агенти на предприятието и на неговите мениджъри коренно се променя, когато настъпват резки колебания в цените на продукцията и необходимите ѝ инвестиционни и експлоатационни ресурси, особено в условията на галопираща инфлация. Тогава традиционното счетоводство на практика се оказва абсолютно недостоверно и въз основа на информацията, съдържаща се във финансовите отчети на предприятията, не могат да бъдат приети икономически правилни решения. Контрагентите вече нямат възможност да сравняват финансовите отчети за различните години и не могат да определят тенденциите във финансовото състояние, развитието, резултатите и ефективността на предприятието поради несъпоставимостта на данните в годишните отчети под влияние на инфлацията. Това означава, че в условията на инфлация има необходимост от организирането на специално "инфлационно счетоводство" във всички предприятия. **При действието на паричната система на валутния съвет**, която теоретично изключва инфлационно обезценяване на парите, отпада и необходимостта от поддържане на специална система на инфлационно счетоводство, което ще се отрази върху намаляване на разходите за управление на предприятието.

Изводи. Подобряването на инвестиционния климат под въздействието на строгите механизми на валутния съвет е решаващата предпоставка за съживяване на инвестиционната активност. Предприятията получават шанс за първи път от началото на реформата да формират стратегии за развитието си и да съставят своите производствени и инвестиционни бизнес-планове при предвидими макроикономически условия. Промяната в инвестиционното поведение на предприятията в условията на валутен съвет се обуславя предимно от неговите положителни страни и очаквания за

трайно стабилизиране на макроикономическата среда. Трябва да се има предвид обаче, че трайна стабилизация е възможна само в условията на стабилен икономически растеж. При липсата на икономически растеж и същевременно при необходимост от провеждане на структурната реформа (при която е неизбежен немалък брой фалити на предприятията, неиздържали на критериите за конкурентоспособност на пазара), в ситуацията на предстояща либерализация на цените на енергийните носители (субсидирани до този момент от държавния бюджет) и при голяма въздържаност на търговските банки при даване на кредити на предприятията от реалния сектор, още е рано да се твърди, че са налице всички условия за активизиране на инвестициите. Ето защо бързо пренасочване от поведение на оцеляване към поведение на съживяване на инвестиционната активност на предприятията не се очаква. При трайна промяна на параметрите на средата, обуславящи инвестиционното поведение на предприятията, което е възможно само след завършване на структурната реформа и стабилен икономически растеж, описаните предпоставки ще се превърнат в условия за активизиране на инвестиционната дейност в България.

4. Ревалоризация на дълготрайните активи като предпоставка за подобряване на финансовото състояние на предприятията

Целта на ревалоризацията може да бъде формулирана по следния начин: да създаде предпоставки за подобряване на финансово-икономическото състояние на предприятията и възможности за акумулиране на повече собствени ресурси за инвестиции. Тъй като натрупването на собствени средства за инвестиции чрез акумулиране на повече амортизационни отчисления изисква по-продължителен период, тук се акцентира върху методическите въпроси за оценка на резултатите от ревалоризацията (като се използват реални данни на 38 фирми) и се прави оценка на степента на отчитане на инфлацията в официалната методика за ревалоризация и при нейното прилагане на практика.

Хиперинфлацията през първото тримесечие на 1997г., при което индексът на цените достигна 552,3 в сравнение с декември 1996г., доведе до ново ценово равнище в страната и като следствие обезцени и материалното имущество на предприятията. Ако в предприятията продължи практиката амортизациите да се изчисляват според непреоценените стойности на дълготрайните материални активи, относителният дял на съответните отчисления ще бъде толкова занижен, че наблюдаваната през последните години съществена декапитализация на предприятията ще стане необратима. Това ще се отрази крайно негативно върху тяхната акумулативна способност към натрупване и ще сведе до нула възможността им да финансират дейността си и да правят инвестиции със собствени средства. Ето защо икономическите очаквания от ревалоризацията са свързани преди всичко с надеждата за ускорена капитализация на предприятията, която би ги подтикнала да финансират дейността си не само чрез теглене на кредити от банките, а главно чрез увеличаване на собствения капитал. Във връзка с това е логично да се приеме, че **целта на ревалоризацията може да се смята за постигната и нейните резултати да**

се оценят като положителни тогава, когато вследствие на преоценката се повишава равнището на финансовата автономност на предприятието.

Ето защо резултатите от ревалоризацията могат да бъдат характеризирани най-общо с коефициента за финансова автономност, който се изчислява като отношение на собствения капитал към пасивите. Освен това в резултат от ревалоризацията би трябвало да се увеличат и източници за самофинансиране (печалба и амортизации). За правилната оценка на ревалоризацията е наложително да бъдат изчислени общият капацитет за самофинансиране (чиста печалба + амортизации/продажби) и коефициентът на самофинансиране (чиста печалба + амортизации/получени заеми + задължения). За оценка на резултатите от ревалоризацията могат да бъдат използвани и редица други показатели. Това са: финансиране на дейността със собствени средства (собствен капитал + финансиранятия/активи) и зависимост от кредиторите (получени заеми/собствен капитал + финансиранятия). Всяко предприятие може да направи реални разчети по предлаганите коефициенти, тъй като след приключването на счетоводните отчети вече разполага с необходимата информация. След преоценката тези коефициенти биха могли да бъдат изчислени при обобщаване на счетоводните отчети и тези за приходите и разходите за 1997 г. в сравнение със същите показатели преди преоценката (съответно по отчети за 1996 г.) за цялата страна и отделно за предприятията от държавния и частния сектор. Във всички случаи **получените стойности на коефициентите са добра основа за изводи за положителен (или отрицателен) резултат от ревалоризацията.**

Сравняване на методите на проведената през 1991-1992 г. преоценка на имуществото на предприятията и настоящата ревалоризацията

Една преоценка на имуществото на предприятията в България е вече извършена през 1991-1992г. Проведената тогава преоценка също беше предизвикана от инфлацията. Хиперинфлацията в страната при старта на реформата (през 1991г. инфлацията в годишно изражение, т.е. декември 1991г. към декември 1990г. беше 573,7%) е основната причина за появяването в Закона на счетоводството (приет през същата година) на чл. 33, съгласно който Министерският съвет определя реда за ревалоризация на активите и пасивите на предприятията при свръхинфлационните процеси. Тогава преоценката беше извършена според приетата в изпълнение на ПМС № 179 от 1991г. "Наредба за оценка на държавните и общинските предприятия"⁶.

Ако сравним стойността на дълготрайните активи на предприятията (вж. табл. 1) по техните баланси към 31 декември 1991 и 1993г. ще видим, че дълготрайните материални активи след преоценката нараснаха 6,4 пъти. Интересно е да сравним тези данни с натрупаната дотогава инфлация. Индексът на инфлацията през 1993г. с натрупване (при база 1990 = 100) е

⁶ Вж. Държавен вестник, бр. 78 от 1991 г.

1227,5⁷. Следователно оценката на дълготрайните активи би трябвало да нарасне приблизително 12 пъти.

Таблица 1

Дълготрайни материални активи на предприятията към 31 декември 1991г. и към 31 декември 1993г. (млрд. лв.)

	1991	1993	Увеличение (пъти)
За страната	83,9	541,2	6,4
Промисленост	52,8	391,5	7,4
Строителство	6,3	28,7	4,5
Транспорт	6,4	37,4	7,8
Търговия, МТС и изкупуване	6,6	38,9	5,9

Източник: Справка на НСИ за изпълнение на ПМС 179, С., НСИ, 1994, Финансово състояние на предприятията, януари-декември '94, с.7, 17, 20, 23, 29.

Данните показват, че при преоценката инфлацията е отчетена тогава 52%. При преоценката на дълготрайните активи в промишлеността инфлацията беше отчетена по-добре, ако направим сравнение с индекса на цените на производител. Този индекс с натрупване през 1993г. общо за промишлеността (при същата база) е 784,1⁸, т.е. би трябвало оценката на активите да нарасне приблизително 8 пъти. Фактически тя нарасна 7,4 пъти, т.е. **инфлацията в промишлеността беше отчетена 94%**. За съжаление в другите отрасли отделно наблюдение на инфлацията по този индекс не се извършва и затова не могат да се направят и заключения доколко в тези отрасли е отчетена инфлацията при преоценката на техните активи. Освен това е необходимо да се отбележи, че при тогавашната преоценка екипът от оценители се стремеше да приравнява новата оценка към евентуалната продажна цена и по възможност отчиташе физическото и моралното износване на дълготрайните активи.

За разлика от тази преоценка, сега е извършена ревалоризация само на част от активите, а не на цялото имущество на предприятията. Не бяха преоценени нематериалните и финансовите дълготрайни активи и краткотрайните активи (с малки изключения за материалните запаси с времетраене на оборота под 90 дни и за валутните активи). На практика към 31 декември 1997г. се ревалоризираха само: дълготрайните материални активи и тяхната амортизация; разходите за придобиване на дълготрайните материални активи; валутните активи и пасиви; част от споменатите материални запаси.

Тъй като централен за проведената през 1991-1992г. преоценка беше, а за ревалоризацията към 31 декември 1997г. е въпросът не просто за новите повишени стойности на активите, а за начисляваната според тези стойности амортизация, ще отбележим, че **най-голямата разлика между проведената тогава и настоящата ревалоризация се крие в изчисляването (преоценката) на амортизациите**.

При предишната преоценка набраната амортизация се заличаваше и амортизационните отчисления се изчисляваха практически според новата стойност. Тогава в нашето законодателство се появи понятието за данъчно

⁷ Вж. Статистически справочник⁴ 1994, С., НСИ, с.97.

⁸ Пак там, с.103.

признати разходи за амортизация. Изчислените според новите стойности на дълготрайните активи амортизации за данъчни цели се определяха, като амортизационната квота се умножаваше с коефициент K1. Той отчиташе съотношението между старата и новата балансова стойност на активите. След това резултатът се умножаваше с коефициент K2, който се определяше отделно за всяка година. Например амортизационната норма за 1991 г. се умножаваше с коефициент 1,5; за 1993 г. - с 2,5; за 1994 - с 3,5; за 1995 - с 5,0. През 1996 г. този способ на формиране на амортизационните норми беше отменен. По такъв начин въпреки разрешението всяко едно предприятие да провежда самостоятелна амортизационна политика, на практика амортизационните норми бяха ограничени за данъчните цели.

За разлика от предишната преоценка при ревалоризацията към 31 декември 1997 г. амортизационните отчисления не се изчисляват според новите стойности на дълготрайните активи, а с едни и същи коефициенти за преоценка се преизчисляват както дълготрайните активи, така и корективите за амортизация. Стремешът е така да се запази възприетият в амортизационния план полезен срок на годност на активите. **Това означава практически забрана за провеждането на нова амортизационна политика.**

Частично такава възможност се появи от 1 януари 1998г., когато влезе в сила приетият на 26 ноември 1997г. нов Закон за корпоративното подоходно облагане⁹. Съгласно чл. 22, ал. 2 на този закон за данъчни цели амортизируемите активи се разпределят на 4 категории (вместо 9 по отменения Закон за данъка върху печалбата) и амортизационните норми не могат да превишават следните размери: 1) за масивните сгради, съоръженията, предавателните устройства, преносителите на електрическата енергия и съобщителните линии - 4%; 2) за машините, производственото оборудване, апаратурата и компютрите - 20%; 3) за транспортните средства (без автомобилите) и покритията на пътищата и самолетните писти - 8%; 4) за всички останали амортизируеми активи - 15%. Тези максимални данъчно признати амортизационни норми за някои активи са намалени в сравнение с предишните. Това се отнася най-вече за автомобилите и нематериалните дълготрайни активи. За тях нормите са намалени от 20 на 15%, тъй като според новата класификация те се отнасят към категория "всички останали амортизируеми активи".

Според ал. 4 на същия член от закона обаче се разрешава за данъчни цели ускорена амортизация за машините, производственото оборудване, апаратурата и компютрите, както и за преносителите на електрическа енергия, съобщителните линии, паропроводите и водопроводите. За тези активи данъчната амортизационна норма може да бъде завишена с коефициент 1,5 при използване на константно-дегресивния метод на амортизация (метод на снижаващия се остатък), или данъчната амортизационна норма може да бъде завишена с 50% при прилагане на линейния метод. **Наличието на ограничения за максимално допустимите амортизации в предприятията и в новия закон е предпоставка за продължаване на процеса на тяхната декапитализация, особено като се**

⁹ Държавен вестник, бр. 115 от 5 декември 1997г.

има предвид, че чрез прилагане на т. нар. "коефициентен способ" за целите на ревалоризацията не се отчита в достатъчна степен натрупаната инфлация.

5. Доколко е отчетена инфлацията в методиката за ревалоризацията

Анализът показва, че за разлика от предишната преоценка, при която натрупаната инфлация е отчетена на задоволително равнище (общо за нефинансовите предприятия - 52%, а в промишлеността - 94%), при определяне на самите коефициенти за преоценка на дълготрайните материални активи натрупаната до 1997г. инфлация е отчетена най-много 28%. Ако се приеме за база равнището на цените през 1990г. (т.е. индексът е 100), тогава индексите с натрупване са: 1991 - 438,5; 1992 - 786,6; 1993 - 1227,5; 1994 - 2296,3; 1995 - 3722,0; 1996 - 8300,2 и 1997 - 98132,3 (т.е. цените нараснаха за този период 981,3 пъти)¹⁰. След 1992 г. обаче не е извършвана ревалоризация на дълготрайните активи. Ето защо, ако приемем тази година за базова, тогава индексите с натрупване ще изглеждат така: 1993 - 156,0; 1994 - 291,9; 1995 - 473,2; 1996 - 1055,2 и 1997 - 12475,5. Следователно за периода 1993 - 1997г. цените нараснаха почти 125 пъти (124,7) и ако стремежът е да бъде отразена натрупаната до 1997г. инфлация 100%, би трябвало този коефициент да бъде приет за максимален за активите, придобити до 31 декември 1993г. За активите, придобити през 1994г., максималният коефициент в методиката е 20. Ако запазим същото съотношение за максималните коефициенти, както е в методиката: 35 - 20, тогава коефициентът за 1994г. би трябвало да бъде 71 $[(125 \times 20) : 35 = 71]$. Ето защо вместо посоченото в методиката съотношение на максималните коефициенти по годините 35 - 20 - 11 - 6 и при запазване на същата пропорция, максималните коефициенти при 100% отчитане на инфлацията трябва да бъдат 125 - 71 - 39 - 21. Това означава, че **при преоценка на активите инфлацията се отчита според методиката максимум 28%**. Особено тревожно е положението с ревалоризацията на активния елемент на дълготрайните материални активи, а именно за групата на машините, съоръженията и оборудването. Поне за тази група активи инфлацията би трябвало да бъде напълно отчетена. Ако се запази пропорцията на предложените в методиката стойности на коефициентите за различни видове активи, коефициентите за преоценка на машините, съоръженията и оборудването би трябвало вместо 24 - 15 - 9 - 4 да бъдат (при 100% отчитане на инфлацията) съответно 85 - 53 - 32 - 14 при условие, че наистина се поставя за цел по-бързото набиране на амортизационните отчисления за тяхното обновяване и спиране на декапитализация на предприятията. Както виждаме, **в основата на проведената ревалоризация от самото начало са заложили занижени коефициенти**. Всъщност необходимостта от нова преоценка на дълготрайните материални активи е вече осъзната с последните промени (през 1998г.) в Закона за счетоводството¹¹. Съгласно чл. 33 на закона тези активи (без земите и горите) вече ще се преоценяват в края

¹⁰ Статистически справочник, 1998. С., НСИ, с. 60.

¹¹ Вж. Държавен вестник, бр.21 от 1998г.

на всяка година с процент, не по-висок от процента на увеличение на цените на производител, обявен от НСИ, като с еднакви коефициенти ще се преизчисляват отчетната стойност и корективът за амортизация. Базата за тази нова евентуална преоценка обаче е ниска и направените промени в Закона за счетоводството едва ли ще доведат до спиране на декапитализацията на нефинансовите предприятия.

Подобни разчети, разбира се, биха били по-точни, ако се проведат според индекса на цените на производител. Този индекс обаче се изчислява само за промишлеността, неговата стойност се колебае значително в зависимост от конкретните промишлени отрасли и това би разрушило цялата възприета философия на ревалоризацията, а именно да се използват еднакви коефициенти за цялата икономика, които да се различават само по видове активи.

6. Анализ на резултатите от ревалоризацията на ниво предприятие (на примера на 38 фирми)

За целите на анализа на резултатите от ревалоризацията на ниво предприятие изследвахме данните от балансите и отчетите за приходите и разходите преди ревалоризацията (за 1996г.) и след ревалоризацията (за 1997г.) на 38 предприятия, които са подбрани случайно¹². Тези предприятия (вж. табл. 2) са класифицирани на четири групи по постигнатите основни икономически резултати: 1) в първата са включени предприятия, които отчитат печалба преди и след ревалоризацията; 2) във втората - с печалба преди ревалоризацията и загуба след нея; 3) в третата - с печалба след ревалоризацията и загуба преди нея; 4) в четвъртата със загуба преди и след ревалоризацията. По този начин в изследването участват 38 предприятия (18 от първата, 6 - от втората, 5 - от третата и 9 - от четвъртата група) от 9 града на страната. (от София общо са 22 предприятия, от Пловдив - 7 предприятия, от Варна - 3, по едно предприятие от градовете Стара Загора, Петрич, Асеновград, Видин, Благоевград и Димитровград).

Таблица 2
Разпределение на изследваните предприятия по основни групи според някои икономически резултати преди и след ревалоризацията

Предприятие	Номер
Първа група	18 фирми
ЕТ АЙ ДИ ИМПЕРИАЛ – Пловдив	1
СИВОНС АД – София	2
ПОИНТМ ООД – София	3
СТОР ЕАД – София	4
ИНТЕРМАТ ЕАД - Стара Загора	5
РОДОПСКА ГЪБА ООД –Пловдив	6
ООД – Асеновград	7
ТЕХНИКА ЕООД - София	8
СИИКОМ АД - Варна	9
ЕКСПОТЕК-1 ООД - Варна	10
Ф.П.И. АД - София	11
БОЛКАН ПЛАК ЕООД - София	12
САПЕКС-БГ ООД - София	13
ВЕКТРА ООД - София	14
ВАРСА ШИПИНГ ООД - Варна	15
КРИОИНВЕСТ АД - София	16

¹² За случайността на подбора свидетелства фактът, че данните са взети от публикуваните документи на редица предприятия в един и същия брой на сп. Бюджетът 4'98. Вж. Фирмени баланси и отчети за приходите и разходите за 1997 година. Притурка.

ФОРУМ ЕАД – София	17
ГЕРГАНА АД - Петрич	18
Втора група	6 фирми
БУЛТЕД АД – София	19
АРЗ КРУП ООД – Пловдив	20
БОЯН ЧОНОС ТПК – Видин	21
ЕЛПРОМ ЕООД – София	22
ВАЛЕНТИНА ЕАД – Благоевград	23
СОРИН ИНТЕР. ЕООД – София	24
Трета група	5 фирми
БЪЛГАРСКА МК АД – София	25
СТАМОС ООД – София	26
ОФ СИМЕНА – София	27
ТАКСИ 1 ООД – Пловдив	28
КАН-92 ООД – Пловдив	29
Четвърта група	9 фирми
ПЪЛДИН ЕР ЕАД – Пловдив	30
ОЕМП АД – Пловдив	31
КОХЕН ООД – София	32
МАНОВ И Ко ООД – София	33
РОЯЛ КАРС ООД – София	34
ЕТ МАК-Г – Димитровград	35
ТНТ ЕКСПРЕС Е ООД – София	36
ШИПКА ТА ЕООД – София	37
ГБ ТЕХНОЛОДЖИ ЕООД – София	38

Разпределението на предприятията според нарастването на стойността на техните дълготрайни активи след ревалоризацията (в пъти) е посочено в табл. 3. При избора на скалата за нарастване се ръководихме от това, че средните коефициенти за преоценка по годините на придобиване на активите са 4,0 - 10,0 - 15,0 - 25,0. Анализът показва, че само в 13% от изследваните предприятия дълготрайните активи след ревалоризацията са нараснали по-малко от 4 пъти, т.е. активите им са с по-нова възрастова структура. Средно от 4 до 15 пъти се е увеличила стойността на дълготрайните активи в 40% от предприятията, повече от половината от тях (53,3%) отчитат печалба и преди, и след ревалоризацията. Една трета от предприятията (31,6%) са увеличили активите си от 15 до 25 и повече пъти (само една десета - 10,5%, повече от 25 пъти). Това показва, че активите в тях са с по-стара възрастова структура.

Таблица 3

Разпределение на предприятията според нарастване на стойността на дълготрайните материални активи след ревалоризацията по групи

Нарастване (пъти)	Предприятие	1 група	2 група	3 група	4 група
до 4 пъти	6,21,26, 31,34	1	1	1	2
от 4 до 10 пъти	5,16,17, 24,38	3	1		1
от 10 до 15 пъти	1,3,4,8,12,13,14,15,22,27,32,33,35,36,37	8	1	1	5
от 15 до 25 пъти	9,10,11,20,23,28,29,30	3	2	2	1
повече от 25 пъти	2,7,18,25	2	1	1	

Анализът на данните от отчетните документи на случайно избраните 38 предприятия може да ориентира в най-общи линии за резултатите от ревалоризацията на равнище предприятие. Ето защо **за тези предприятия са изчислени коефициентите за финансовата автономност преди и след ревалоризацията** по групи. В табл. 4 са посочени изчислените коефициенти за финансовата автономност **за групата предприятия, отчитащи печалба преди и след ревалоризацията.**

От посочените 18 предприятия 13 подобряват своята финансова автономност след ревалоризацията, а 5 я влошават. Причините за влошената финансова автономност са в по-голямото увеличение на привлечения капитал за сметка на собствения. Например в предприятие № 2 дълготрайните активи в резултат от преоценката се увеличават 33,8 пъти, а привлеченият капитал - почти двойно повече (62,2 пъти). Най-голямо влошаване на финансовата автономност се получава в предприятие № 6. Преди ревалоризацията 60% от неговите пасиви съставлява собственият капитал (Кфа= 0,6), а след нея собственият капитал се увеличава само 2 пъти, а задълженията - 131,5 пъти. Анализът показва, че предприятията с влошена финансова автономност демонстрират значително увеличение на своите задължения към доставчиците, персонала, социалното осигуряване и други (тенденция, която е характерна за нефинансовите предприятия в цялата страна). От 13-те предприятия, които увеличават своята финансова автономност, само 6 имат показатели, по-големи от 0,5, което показва, че те имат добро финансово-икономическо състояние (от 0,58 до 0,93). За останалите не може да се каже, че финансовата им автономност е на добро равнище, въпреки нейното повишаване след ревалоризацията. Половината от тези предприятия имат коефициент за финансовата автономност, по-малък от 0,20 (т.е. собственият им капитал не превишава 20% от всички пасиви). Коефициентите за финансовата автономност **за групата предприятия, които са с печалба преди ревалоризацията и загуба след нея**, са посочени в табл 5. За разлика от очакванията за влошаване на показателя за финансовата автономност за всички предприятия от тази група изчисленията показват, че за половината от тях този показател наистина се влошава, а за другата половина се подобрява. За първи път в тази група се появяват предприятия с отрицателна капиталова адекватност, т.е. когато отрицателният финансов резултат (загубите) превишава другите съставни части на собствения капитал - основен капитал и резервите. Най-голям интерес тук представляват две предприятия с противоположни стойности на финансовата автономност - почти 100-процентна и отрицателна (това са предприятия № 20 и № 24).

Таблица 4
Коефициенти за финансовата автономност (Кфа) преди и след ревалоризацията в първата група предприятия

Предприятие (номер)	Увеличение на ДМА (пъти)	Кфа преди ревалоризация	Кфа след ревалоризация	Резултат (подобряване, влошаване)
1	12,1	0,06	0,34	подобряване
2	33,8	0,20	0,04	влошаване
3	11,2	0,01	0,11	подобряване
4	10,2	0,75	0,93	подобряване
5	5,9	0,82	0,91	подобряване
6	3,8	0,60	0,02	влошаване
7	9670,1	0,11	0,19	подобряване
8	12,4	0,25	0,28	подобряване
9	19,8	0,73	0,58	влошаване
10	19,9	0,05	0,15	подобряване
11	16,4	0,86	0,77	влошаване
12	9,4	0,51	0,67	подобряване
13	10,2	0,41	0,34	влошаване
14	13,1	0,31	0,65	подобряване
15	14,4	0,26	0,41	подобряване

16	5,7	0,37	0,72	подобряване
17	5,9	0,88	0,93	подобряване
18	40,4	0,64	0,78	подобряване

След ревалоризацията предприятие № 20 постига 94% финансова автономност (в сравнение с 54% преди нея), но при това вместо печалба (която съставлява впрочем само 1,1% от собствения капитал), натрупва загуба от 0,2% от собствения капитал. Примерът на това предприятие показва, че почти пълна финансова независимост от кредиторите невинаги означава рентабилност и ефективност. Предприятие № 24, след като е било на печалба (на стойност 16% от собствения капитал) и има само 0,01% финансова автономност, натрупва загуби, превишаващи стойността на основния му капитал 312,2 пъти, и капиталовата му адекватност става отрицателна. Финансово-икономическото му състояние и преди, и след ревалоризацията не се променя много и остава тежко.

Таблица 5

Кофициенти за финансовата автономност (Кфа) преди и след ревалоризацията във втората група предприятия

Предприятие (номер)	Увеличение на ДМА (пъти)	Кфа преди ревалоризация	Кфа след ревалоризация	Резултат (подобряване, влошаване)
19	26,4	0,59	0,29	влошаване
20	15,0	0,54	0,94	подобряване
21	3,4	0,54	0,21	влошаване
22	9,2	0,03	0,39	подобряване
23	19,6	-0,12	-0,01	подобряване
24	6,9	0,0001	-0,1	влошаване

Степента на финансовата автономност за **предприятията, които преди ревалоризацията отчитат загуба, а след нея - печалба**, се вижда от данните в табл. 6.

Таблица 6

Кофициенти за финансовата автономност (Кфа) преди и след ревалоризацията в третата група предприятия

Предприятие (номер)	Увеличение на ДМА (пъти)	Кфа преди ревалоризация	Кфа след ревалоризация	Резултат (подобряване, влошаване)
25	27,5	0,91	0,86	влошаване
26	3,8	-0,55	0,75	подобряване
27	9,8	0,75	0,60	влошаване
28	23,8	0,72	0,80	подобряване
29	16,8	0,10	0,16	подобряване

От третата група предприятия очакванията за подобряване на тяхната финансова автономност, общо взето, се сбъдват, тъй като дори влошената финансова автономност на предприятия № 25 и № 27 след ревалоризацията остава на високо равнище (съответно 0,86 и 0,60). Най-ярко резултатите от ревалоризацията демонстрира предприятие № 26, което преди ревалоризацията е с отрицателна капиталова адекватност (загубите му превишават 2,3 пъти неговия основен капитал), а след ревалоризацията

собственият му капитал вече съставлява 75% от всички пасиви. Натрупаните от предишните години (намалени със стойността на получената през 1997 г. печалба) вече намаляват собствения му капитал само със 17,4%.

Коефициентите за финансовата автономност за групата **предприятия, които са със загуба преди и след ревалоризацията**, са посочени в табл. 7. Най-голяма представителност в тази група имат предприятията с отрицателна капиталова адекватност преди ревалоризацията - 5 предприятия, 3 от които я запазват и след ревалоризацията (едно с леко подобрение, две - с влошаване). В тази група учудва присъствието на предприятия с много висока финансова автономност преди ревалоризацията (№ 30 и № 31), които, общо взето, я запазват и след нея.

Таблица 7

Коефициенти за финансовата автономност (Кфа) преди и след ревалоризацията в четвъртата група предприятия

Предприятие (номер)	Увеличение на ДМА (пъти)	Кфа преди ревалоризация	Кфа след ревалоризация	Резултат (подобряване, влошаване)
30	16,7	0,72	0,89	подобряване
31	3,1	0,98	0,91	влошаване
32	8,4	-0,02	-0,01	подобряване
33	7,4	-0,04	0,25	подобряване
34	3,0	-0,01	-0,06	влошаване
35	10,2	0,10	0,85	подобряване
36	8,9	-0,03	-0,14	влошаване
37	13,8	0,33	0,87	подобряване
38	6,8	-0,07	0,07	подобряване

Подобряването на финансовата автономност например на предприятие № 30 се обяснява с факта, че преди ревалоризацията загубите намаляват неговия собствен капитал с 20,3%, а след нея само със 7,3% (въпреки номиналното нарастване на загубите от 6,3 пъти). В предприятие № 31 загубите в номинално изражение намаляват с 39,7%, обаче неговите задължения нарастват 17,9 пъти, което обяснява и намаляването на финансовата автономност на това предприятие.

Резултатите от проучването на 38 предприятия според степента на финансовата им автономност и резултата (подобряване или влошаване) след ревалоризацията са представена в табл. 8.

Таблица 8

Разпределение на предприятията според степента на финансовата автономност по стойността на коефициента за финансовата автономност след ревалоризацията

Кфа	Подобряване	Общо	Влошаване	Общо
Отрицателна	23,32	2	24,34,36	3
над 0 до 0,1	38	1	2	1
над 0,1 до 0,2	3,7,10,20	4	6	1
над 0,2 до 0,3	8,33	2	19,21	2
над 0,3 до 0,4	1,22	2	13	1
над 0,4 до 0,5	15	1		
над 0,5 до 0,6			9,27	2
над 0,6 до 0,7	12,14	2		
над 0,7 до 0,8	16,18,26,28	4	11	1
над 0,8 до 0,9	30,35,37	3	25	1
над 0,9	4,5,17,20	4	31	1

Общо		25		13
------	--	----	--	----

В таблицата са отделени 11 степени, в които се разпределят предприятията според постигнатия коефициент на финансовата им автономност след ревалоризацията. **От 38 предприятия 25 (или почти 66% от всички изследвани) увеличават своята финансова автономност.** От предприятията, подобрили своята финансова автономност 13 са от първата група, по 3 - от втората и третата и 6 са от четвъртата група. От останалите 13 предприятия, които са влошили своята финансова автономност, 5 са от първата група, по 3 - от втората и четвъртата и 2 от третата група. Ако разпределим предприятията по окрупнени степени на постигнатата финансова автономност, а именно на отрицателна, ниска (до 0,3), средна (над 0,3 до 0,6) и висока (над 0,6), тогава те ще се разпределят по следния начин: 5 (или 13%) остават с отрицателна капиталова автономност; 11 (или 29%) - с ниска; 6 (или 16%) - със средна и 16 (или 42%) - с висока.

7. Анализ на резултатите от ревалоризацията за страната

В по-нататъшния анализ изследваме данните от балансите и отчетите за приходите и разходите преди ревалоризацията (за 1996г.) и след нея¹³ (за 1997г.) общо за страната и по сектори - обществен и частен (вж. табл. 9 и 10). За да се направи извод за икономическите резултати от ревалоризацията на макроикономическо равнище, е необходимо да потърсим отговор на следните въпроси: 1) с колко пъти е увеличена стойността на дълготрайните активи на нефинансовите предприятия след ревалоризацията и в каква степен е отчетена на практика натрупаната инфлация; 2) увеличени ли са разходите за амортизациите на дълготрайните активи като процент от приходите и на 100 лева приходи от продажби; 3) увеличени ли са собствените източници за финансиране (печалба + амортизации) в сравнение със заемните след ревалоризацията.

По първия въпрос. Анализът на данните в балансите на нефинансовите предприятия (вж. табл. 9) показва, че след ревалоризацията стойността на дълготрайните материални активи (ДМА) в сравнение с тази преди ревалоризацията се е увеличила само 15 пъти.

Ако стремехът е да бъде отразена натрупаната до 1997г. инфлация 100%, (цените за периода 1993 - 1997г. нарастват 124,7 пъти), а стойността на ДМА се увеличава 15 пъти, това означава, че за този период инфлацията е отчетена само 12%. За сравнение е добре да отбележим, че при предишната преоценка (през 1991г. и 1992г.) инфлацията е отчетена 52% (наистина стойността на ДМА е увеличена 6,4 пъти, а индексът на натрупаната инфлация през 1993г. в сравнение с 1990г. е 1227,5).

В предприятията от обществения сектор стойността на ДМА след ревалоризацията е увеличена по-малко от общата за страната стойност - 12,7 пъти, т.е. в този сектор инфлацията е отчетена 10% (10,2%). В предприятията от частния сектор увеличението е почти двойно повече, отколкото за страната (27,1 пъти), и инфлацията е отчетена 22% (21,7%). По

¹³ Данните за 1996г. са анализирани съгласно "Финанси на предприятията за 1996г., С., НСИ, 1997, а данните за 1997г не са публикувани и са получени по молба на автора директно от НСИ.

информацията на НСИ стойността на ДМА след ревалоризацията е почти 13 трилиона лева (12,9) , от тях 9,2 (или 71,3%) в обществения и 3,7 (или 28,7%) в частния сектор. Най-голямо увеличение след ревалоризацията в страната има стойността на сградите - 17,5 пъти (те са почти 36% от ДМА). В частния сектор увеличението на стойността на сградите е двойно по-голямо от това в страната и е 39,7 пъти, а в обществения сектор е само 13,5 пъти. Стойността на машините, съоръженията и оборудването в страната е увеличена 14,4 пъти (техният относителен дял в ДМА е 39,5%). В частния сектор това увеличение е по-голямо (25,3 пъти), а в обществения - по-малко (12,8 пъти).

Таблица 9

Баланс на нефинансовите предприятия към 31 декември 1996 г. и 1997г.

Показатели (млрд. лв)	Общо		Обществен сектор		Частен сектор	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
А К Т И В	3933,2	25477,6	2836,9	15625,8	1096,3	9851,8
А. Дълготрайни активи, в т.ч.	998,7	13489,0	807,3	9324,3	191,4	4164,7
Материални	857,8	12882,8	722,2	9211,8	135,6	3671,0
Сгради, земи, гори и трайни насаждения	264,8	4632,0	224,1	3016,0	40,7	1616,0
Машини, съоръжения и оборудване	353,3	5091,0	308,2	3949,7	45,1	1141,3
Други ДМА	87,9	1127,7	59,6	705,1	28,3	442,6
Разходи за придобиване на ДМА	151,7	2032,2	130,2	1541,1	21,5	491,1
Нематериални	7,8	48,4	1,8	9,7	6,0	38,7
Финансови	133,0	557,7	83,4	102,8	49,6	454,9
Б. Краткотрайни	2926,4	11950,9	2028,3	6300,7	898,1	5650,2
В. Вземания по за-писани дялови вноски	8,2	37,7	1,2	0,8	7,0	36,9
П А С И В	3933,2	25447,6	2836,9	15625,8	1096,3	9851,8
А. Собствен капитал, в т.ч.	780,9	11660,6	718,5	8139,5	62,4	3521,1
Резерви	53,1	8688,1	42,4	6530,9	10,7	2157,2
Б.Привлечен капитал	3115,6	13555,9	2097,3	7351,0	1018,3	6204,9
Получени заеми	1211,3	4812,4	798,6	2749,5	412,7	2062,9
Задължения	1811,3	8314,0	1211,5	4371,8	599,8	3942,2
Финансирания	93,1	429,5	87,3	229,7	5,8	199,7
В. Приходи за бъдещи периоди	36,7	261,1	21,0	135,3	15,7	125,8

Освен това в резултат на ревалоризацията се промени и структурата на активите на нефинансовите предприятия. Преди ревалоризацията дълготрайните активи заемат една четвърт от всички активи (25,4%), а материалните - 21,8%, а след нея - повече от половината (съответно 52,9 и 50,6%). При това относителният дял на стойността на сградите се увеличава от 6,7 на 18,2%, а на машините, съоръженията и оборудването - съответно от 9 на 20%. Същите промени в структурата на активите се наблюдават и в предприятията от обществен и частен сектори. В първите делът на ДМА в активите нараства от 25,5 на 59%, а във вторите - съответно от 12,4 на 37,3%.

По втория въпрос. Най-голямо значение за правилната оценка на резултатите от ревалоризацията имат увеличените стойности на амортизационните отчисления (вж. табл. 10). В номинално изражение тези отчисления се увеличават съвсем незначително (2,1 пъти за страната, 1,4 пъти в обществения и 5,6 пъти в частния сектор). Ако съдим обаче по данните за относителния дял на разходите за амортизация в общите разходи за дейността преди ревалоризацията и след нея, ще трябва да констатираме, че този дял намалява от 2,2% през 1996г. на 0,5% през 1997г. (в обществения сектор намалението е от 2,6 на 0,6%, а в частния - от 1,1 на 0,4%). В промишлеността делът на амортизациите намалява от 3,0% през 1996г. на 1,2% през 1997г., а през 1998г. той се увеличава на 6,3%¹⁴.

Таблица 10

Приходи и разходи на нефинансовите предприятия през 1996г. и 1997г.

Показатели (млрд. лв)	Общо		Обществен сектор		Частен сектор	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
ПРИХОДИ	4266,1	36625,2	2954,6	19013,1	1311,5	17612,1
Приходи от дейността, в т.ч.	3652,7	32820,1	2539,1	16792,1	1113,6	16028,0
от продажби	3387,1	30938,3	2325,3	15709,5	1061,8	15228,8
Финансови приходи	311,9	2206,6	228,9	1393,1	83,0	813,5
Извънредни приходи	73,2	684,2	53,5	333,4	19,7	350,7
Общо приходи	4037,8	35710,9	2821,5	18518,6	1216,3	17192,3
Резултат (загуба)	228,2	914,3	133,0	494,5	95,2	419,8
РАЗХОДИ	4266,1	36625,2	2954,6	19013,1	1311,5	17612,1
Разходи за дейността, в т.ч.	3298,2	28915,2	2263,0	14288,7	1035,2	14626,5
Разходи за амортизации	71,2	147,7	59,4	81,5	11,8	66,2
Финансови разходи	526,6	3684,2	317,9	2212,7	208,7	1471,5
Извънредни разходи	139,8	945,3	119,0	689,7	20,8	255,6
Данъци	119,9	1147,5	106,3	781,2	13,6	366,3
Общо разходи	4084,4	34692,1	2806,1	17972,3	1278,3	16719,9
Резултат (печалба)	181,7	1933,0	148,4	1040,8	33,2	892,2
Краен финансов резултат (печалба "+", загуба "-")	- 46,6	+1018,7	+15,4	+546,3	-62,0	+ 472,4

Намалена е и стойността на амортизационните отчисления на 100 лева приходи от продажби: от 2,10 лв. на 0,48 лв. През 1998г. този показател нараства. Например за предприятията от обществения сектор през първото тримесечие той е 5,43 лв. и в сравнение със същия показател от 1997г. (едва 0,65 лв.) нараства над 8 пъти (8,3). Само под влиянието на увеличените амортизации разходите на тези предприятия нарастват с около 160 млрд. лв. През второто тримесечие на 1998г. амортизациите на 100 лв. приходи от продажбите стават 7,58 лв. За сравнение ще отбележим, че приблизително същата стойност на този показател в промишлеността (7,69 лв.) се реализира

¹⁴ Вж. Статистически справочник за 1997, с.107; за 1998, с.99 и за 1999, с.125.

през 1993г., след предишната преоценка. Съответното увеличение е само 3,5 пъти в сравнение със стойността през 1991г. (2,18 лв. преди преоценката).

По третия въпрос. За отговора на този въпрос се изчисляват няколко показатели, увеличаването на които е вярна индикация за промените (подобряване или влошаване) на финансово-икономическото състояние на предприятията след ревалоризацията (вж. табл. 11). Това са: общият капацитет за самофинансиране, коефициент на самофинансиране, коефициент на финансова автономност, финансиране на дейността със собствени средства и зависимост от кредиторите.

Изчисленията показват, че източниците за самофинансиране преди ревалоризацията за всички нефинансови предприятия съставят дори по-малко от 1% от приходите за продажби (0,73%) и от заемните средства (0,81%).

Таблица 11

Показатели за резултатите от ревалоризацията за страната и по сектори на икономиката

Показатели	Общо		Обществен сектор		Частен сектор	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Общ капацитет за самофинансиране (%)	0,73	3,77	3,22	4,00	- 5,27	3,54
Коефициент за самофинансиране (%)	0,81	8,88	3,72	8,82	- 5,53	8,97
Коефициент за финансова автономност	0,20	0,46	0,25	0,52	0,06	0,36
Финансиране на дейността със собствени средства	0,22	0,47	0,28	0,54	0,06	0,38
Зависимост от кредиторите	1,39	0,40	0,99	0,33	6,05	0,55

Толкова неблагоприятни показатели са за сметка на загубите на частния сектор, които повече от 5 пъти превишават амортизациите. След ревалоризацията тези източници се увеличават и съставят вече съответно почти 4 и 9%. Най-благоприятно въздействие върху увеличаване на източниците за самофинансиране ревалоризацията оказва в частния сектор, тъй като от отрицателна стойност (-56 млрд.лв. в частния сектор в сравнение с 74,8 млрд.лв. в обществения преди ревалоризацията) те стават 538,6 млрд.лв., което съставя 86% от тези източници в обществения сектор. След ревалоризацията финансовата автономност и финансирането със собствени средства на предприятията в страната и в обществения сектор се увеличава два пъти. И по тези показатели ревалоризацията показва най-добри резултати в частния сектор, тъй като в него увеличението е 6 пъти. Ревалоризацията намалява и зависимостта от кредиторите: преди нея получените заеми превишават собствените средства общо за страната 1,4

пъти, почти са равни на собствените средства в обществения сектор и 6 пъти превишават тези средства в частния сектор. След ревалоризацията получените заеми съставят вече 40% от собствените средства в страната, 33% - в обществения сектор и 55% - в частния. Това става възможно за сметка на увеличаване на дела на собствения капитал в структурата на пасивите. След ревалоризацията той се увеличава от 19,9 на 45,8% общо за страната, от 25,3 на 52,1% за обществения сектор и 5,7 на 35,7% за частния. След ревалоризацията най-много се увеличава дялът на резервите (преоценъчен резерв след ревалоризацията): от 1,4 на 34,1% за страната, от 1,5 на 41,8% за обществения сектор и от 1 на 21,9% за частния.

Изводи. Анализът показва, че натрупаната след предишната преоценка инфлация (от 1993 до 1997г.) е отчетена само с около 12%. Това означава, че целта на ревалоризацията да спре декапитализацията на предприятията едва ли ще бъде постигната и ще се наложи извършването на нова преоценка. Този извод е валиден, защото инфлацията през 1998г. е само 1% (през тази година в продължение на 7 месеца се наблюдаваше дефлация), а през 1999г. тя също е ниска. Нещо повече, сравнението на общата текуща стойност на придобитите ДМА през 1997г. (1376,9 млрд. лв., които биха могли да бъдат ревалоризирани в зависимост от месеца на тяхното придобиване при годишна инфлация от 678,6%) и през 1998г. (1919,4 млрд. лв.) с преоценената стойност на всички придобити ДМА към 31 декември 1996 г. показва, че само за тези две години са придобити почти 30% от всички натрупани до края на 1996 г. активи (за обществения сектор този процент е 18, а за частния сектор - 51). С други думи, преоценената стойност на ДМА е крайно занижена. Въпреки това може да се направи и умерено оптимистичният извод за положителните резултати от ревалоризацията с надеждата, че натрупвайки увеличените амортизационни отчисления, предприятията ще имат възможност да акумулират повече собствени средства за финансиране на своята дейност, респ. за инвестиции.

ОСНОВНИ ИКОНОМИЧЕСКИ ПРЕДПОСТАВКИ ЗА АКТИВИЗИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИОННАТА ДЕЙНОСТ

Валентина Гроздева
(Резюме)

При разглеждане на съществуващите икономически предпоставки за активизиране на инвестиционната дейност в България в студията се спира върху най-актуалните от тях, а именно: 1) въвеждането на паричната система, основаващата се върху принципите на т.н. валутен съвет; 2) извършената ревалоризация на някои активи и пасиви на предприятията. При анализа на валутния съвет в студията се акцентира на въпросите за влиянието на валутния съвет върху промените на инвестиционния климат, поведението на предприятията, подходящите стратегии и приемане на решение за инвестиране. Резултатите от ревалоризацията са анализирани на ниво предприятие (на примера на 38 фирми), за нефинансовите предприятия за страната като цяло и по сектори на икономиката (обществен и частен). Обосновано е заключение за крайно недостатъчното отчитане на натрупаната инфлация и необходимостта от нова преоценка. Направен е извод, че само при

трайна промяна на макроикономическата среда, завършване на структурната реформа и стабилен икономически растеж описаните предпоставки ще се превърнат в условия за активизиране на инвестиционната дейност.

BASIC ECONOMICAL PRECONDITIONS FOR STIMULATION OF INVESTMENT'S ACTIVITY

Valentina Grozdeva
(Summary)

In order to investigate the importance of existing economic preconditions for the stimulation of investments in Bulgaria, mainly two of them have been considered in this study: (i) introduction of the Currency Board; (ii) revalorization of some assets and liabilities of the Bulgarian enterprises. Currency Board's impact on the changes in the investment climate, on the economic behavior of the enterprises and on the choice of the admissible strategy has been studied. Results of the revalorization have been analyzed on three levels - for the enterprise (on the basis of actual data for 38 enterprises), for the country as a whole and for the public and private sectors of economy. A conclusion has been made for the extreme insufficient accountability of the inflation by the revalorization. So a new process of revalorization is necessary. Only at stable economical growth and well-developed structural reforms the outlined preconditions will be transformed in real conditions for the real stimulation of investments in Bulgaria.