

## **ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА ИНФОРМАЦИОННАТА АСИМЕТРИЯ ВЪРХУ ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ И ХИПОТЕЗИ ЗА ОГРАНИЧАВАНЕ НА ФИНАНСИРАНЕТО НА МАЛКИТЕ И СРЕДНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ (МСП)**

*Целта на студията е да изведе хипотези, които трябва да дадат отговор на въпроса защо малките и средните предприятия са засегнати в по-голяма степен от проблемите на финансирането, в сравнение с по-големите компании. Обосновани са предположенията на автора чрез основните теоретични възгледи на новите институционални икономисти в лицето най-вече на О. Уиламсън, Ероу, Акерлоф, Стиглиц и Уайс, Бестър, Бесанко и др. за информационната асиметрия и за свързаните с нея явления като негативен подбор и морален хазарт. Разглеждани са редица особености на малкия и среден бизнес, които го правят значително по-уязвим от неравномерно разпределената информация, а оттук и по отношение на привличането на външни ресурси.*

*JEL: D82, G14*

Разглежданата в изследването проблематика е особено актуална в наши дни, тъй като въпросите, свързани с финансирането на българския малък и среден бизнес очакват както полагаща се научна дискусия, така и навременни политико-управленски решения. Първите три части от разработката анализират по-скоро теоретични проблеми, като целта е да бъдат представени тяхното развитие и взаимна обусловеност и същевременно да се разкрие, доколкото е възможно, въздействието им при възникването на провали на финансовите пазари. Например, след като в първата част е изяснена природата на информационната асиметрия, по-нататък, във втория раздел е направен опит за анализ на същината на свързаните с информационната асиметрия явления като морален хазарт и негативен подбор, *но за условията на финансовия пазар*. Т.е. *сравнени са разбиранията на теоретиците и първите тълкуватели на посочените явления Ероу и Акерлоф, които извеждат споменатите категории за условията на застрахователния пазар и за този на употребявани автомобили, с възгледите на Стиглиц и Уайс, които първи анализират проблемите за условията на финансовия пазар в основополагащата за литературата статия "Ограничаване на кредитирането на пазари с неидеална информация"* от

<sup>1</sup> Орлин Тодоров е главен асистент в катедра "Международни икономически отношения" на Икономическия университет във Варна. Работи в областта на проблемите на МСП и на публичната подкрепа за тяхното решаване. Тел: 052/602496; e-mail: ORLINJOE@ABV.BG.

1981г.<sup>2</sup> В това виждаме и наш скромнен принос за българската специализирана литература. Третата част от работата е посветена на изясняването на основни особености на посочения модел на Стиглиц и Уайс и на неговото последвало развитие, като целта в случая е да се изведат основните особености в проявлението на пазарните провали в различни сфери и сектори от финансовия пазар. В четвъртата част, основавайки се на изводите от предходните три раздела и ползвайки данните от редица емпирични изследвания предимно на западни изследователи като Дейвид Смолбоун, Норт и Лей, Дейвид Стори, Дикенс, Хюсеин и Рам, Алън Кош и Алън Хюз, Надин Леврато и др., са предложени три хипотези, които в своята същина търсят отговор на въпроса защо малките и средните предприятия са засегнати в по-висока степен от проблемите на финансирането в сравнение с по-големите компании.

### **1. Информационна асиметрия и организационния срив (провал)**

Общото, което характеризира теорията на новите институционални икономисти, е възприетият консенсус, че “приетата от всички микроикономическа теория, колкото полезна и ефективна да е тя за анализа, все пак работи с твърде висока степен на абстракция”.<sup>3</sup> Според представителите на школата човешкият фактор и по-конкретно качествата на човешката личност в чисто нервнопсихологически и морален план оказват изключително въздействие върху природата и протичането на икономическите явления. Втората отличителна особеност на новия институционален икономикс е, че поставя в центъра на анализа сделките (транзакциите) като основа за изясняването на пазарните отношения.

Школата се развива, основавайки се на теоретичните изводи на Комънс, Коуз, Хайек, които излагат своите основни схващания през 30-те и 40-те години на миналото столетие. Например според Комънс крайната цел на икономическия анализ е “да бъде изяснена природата на сделките”.<sup>4</sup> Коуз също поставя в центъра на своя анализ транзакциите и *за първи път* изтъква значението на редица фактори, обусловени от особеностите на човешката природа и взаимоотношения като несигурността и ограничената рационалност. Хайек, както и Коуз, разглежда ограничената рационалност като *ключов фактор*, спомагащ за изясняване на природата на сделките. Пак във връзка с това Хайек не говори конкретно за проблема на “неблагоприятното информационно въздействие”, известен също и като проблем на “информационната асиметрия” (тези понятия се въвеждат през 60-те и 70-те години от Ероу, Акерлоф и О.Е. Уилиамсон), но подчертава уникалността на информацията, с която разполагат отделните индивиди. Например той твърди: “Голяма част от знанията, необходими за вземането на ефикасни решения, не могат да бъдат изразени под формата на статистически агрегатни величини и имат определено идиосинкратична

<sup>2</sup> Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. – American Economic Review, 1981, June, Vol. 73, p. 398; Ibrahim, M. V. Asymmetric Information and Models of Credit Rationing. – Bulletin of Economic Research, 45:4, 1993, p. 281.

<sup>3</sup> Williamson, O. E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. The Free Press, London, 1975, p.1.

<sup>4</sup> Пак там, с. 28.

природа... На практика всеки индивид притежава определено предимство пред другите, тъй като разполага с уникална информация, от която може да бъде извлечена полза...”<sup>5</sup>

Това, което отличава представителите на новия институционален икономикс, е убеждението, че икономическият анализ трябва да съчетава както инструментариума на традиционната микроикономическа теория, така и въздействието на редица фактори, произтичащи от човешката природа. Според Оливър Е. Уилиамсън например аналитичният подход на новите институционални икономисти повече “допълва, отколкото измества традиционния анализ”.<sup>6</sup>

Когато се говори за “организационен” или “пазарен” срив (провал), анализът борава с категориите “икономическа организация” и “пазар”. Според новия институционален икономикс основните форми на проява на икономическата организация са пазарът и отделната бизнес-единица (бизнес-организация).<sup>7</sup> В зависимост от това коя от двете форми функционира по-ефективно (с по-ниски относителни разходи), сделките се осъществяват или чрез пазара, или в рамките на обособената бизнес-организация. Ефективността на функционирането на пазара и на организацията зависи от въздействието на *два основни фактора: обективните условия на пазарната среда и особеностите (качествата) на индивидите, участващи във вземането на решения*.<sup>8</sup> Проблемите на пазарния срив (провал), в основата на който стои информационната асиметрия, са изведени за *първи път* от Ероу в разгледания от него пример от застрахователния пазар<sup>9</sup>, но в рамките на *обобщен теоретичен модел* те са систематизирани за първи път от О. Уилиамсън в неговия труд “Пазари и йерархии”.<sup>10</sup> Концепцията на Уилиамсън въвежда система от фактори (по-горе бяха определени като фактори на средата и фактори, свързани с личността), които обуславят проявлението на една *основна категория*, оказваща *определящо въздействие* върху функционирането на икономическата организация. Става въпрос за т.нар. “*неблагоприятно информационно въздействие*”,<sup>11</sup> по-популярно в икономическата литература под името “*информационна асиметрия*”. По-нататък представяме основната концептуална схема на Уилиамсън за организационния срив, на която са показани основните логически връзки, определящи проявата на споменатия критичен фактор.

---

<sup>5</sup> Пак там, с. 34.

<sup>6</sup> Пак там, с. 1.

<sup>7</sup> Пак там, с. 26.

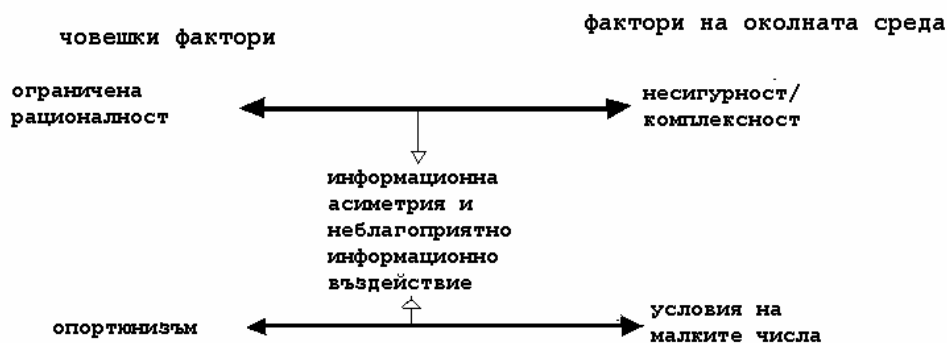
<sup>8</sup> Пак там, с. 28.

<sup>9</sup> Arrow, K. J. Essays in the Theory of Risk Bearing. Chicago; Markham, 1971, p. 134-144.

<sup>10</sup> Williamson, O. E. Цит. съч., с. 9.

<sup>11</sup> Категорията в оригинал е известна като “information impactedness problem”.

### Рамка на организационния срив



Както се вижда, един от основните елементи на системата е т.нар. *ограничена рационалност*.<sup>12</sup> Идеята за ограничената рационалност и за връзката ѝ с *“несигурността”/“комплексността”* е развита за първи път от Коуз<sup>13</sup> и Хайек,<sup>14</sup> а в по-ново време от Хърбърт Саймън, Фелдман, Ероу и Оливър Уилиамсън. Те възприемат категорията “ограничена рационалност” като присъщата на всеки индивид особеност да не е в състояние да възприема, възпроизвежда и анализира безкрайния свят от явления, който ни заобикаля и я свързват с ограничените възможности на човека да преодолява без *грешки* сложните пътеки на една или друга управленска стратегия. Така според Саймън ограничената рационалност може да се определи като “ограничените в чисто нервнопсихологически план умствени възможности на индивида”.<sup>15</sup> Идеята за ограничената рационалност е тясно свързана с тази за *несигурността/комплексността*. На първо място, ограничената рационалност, т.е. неспособността на индивидите да знаят всичко, поражда атмосфера на несигурност, в която отделните пазарни агенти реализират своите планове. Второ, несигурността се свързва със самия характер на явленията, с тяхната сложност и непредвидимост.<sup>16</sup> Ограничената рационалност и сложността (комплексността) пораждат условия за неравномерно (асиметрично) разпределение на информацията в пазарната среда. С други думи, както се вижда и от схемата, *асиметричното разпределение на информацията е следствие от ограничената рационалност и на комплексността*. По този повод Уилиамсън разсъждава

<sup>12</sup> Понятието ограничена рационалност в англоезичната литература е изразено като “bounded rationality”.

<sup>13</sup> Coase, R. M. The Nature of Firm. – *Economica*, Vol. 4, p. 386-405.

<sup>14</sup> Williamson, O. E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. The Free Press, London, 1975, p. 4.

<sup>15</sup> Пак там, с. 21.

<sup>16</sup> Фелдман твърди, че даже за проблемите с умерена степен на сложност е невъзможно да бъде съставено дърво на решенията поради няколко причини: първо, броят на алтернативните решения е неимоверно голям; второ решенията не са стандартни и не се вземат по определени правила, както е при играта на шах, например и на трето място, последиците от вземането на едно или друго решение в по-голямата си част са или трудно предсказуеми, или просто непредсказуеми. Виж: Williamson, O. E. Цит. съч., с. 23.

в по-обобщени категории: "...там, където няма *рационалност*,<sup>17</sup> т.е. възможност да знаеш всичко за всички, се пораждат предпоставки за нееднакво и неравномерно разпределение на информацията..." С други думи, твърдението на Уилиамсън е, че несигурността/комплексността в качеството си на антитеза на рационалността поражда *информационната асиметрия*.

Според Уилиамсън информационната асиметрия, или както той нарича явлениято "*неравномерно разпределение на информацията*",<sup>18</sup> е недостатъчно условие за въздействие върху поведението на пазарните агенти. За изясняване на природата на това *въздействие* той въвежда категорията "*неблагоприятно информационно въздействие*", която се проявява тогава, когато условието за неравномерно разпределената информация се съчетава с действието на опортюнизма. *Опортюнизмът* в качеството си на икономическа категория се въвежда за първи път също от Уилиамсън и както подсказва самото име, включва нежелание от страна на пазарните агенти открито да обменят информация. Освен това под "опортюнизъм" Уилиамсън разбира и склонността на отделните индивиди към измама при осъществяването на сделките в защита на личния си интерес. Според него основна предпоставка за въздействието на споменатия фактор е *условието на малките числа* и отсъствието на условия за идеална конкуренция. Той смята, че въздействието на опортюнизма е критично, тъй като това условие не само ограничава свободното разпространение на неравномерно разпределената информация и възпрепятства нейното хармонизиране, но и като следствие от това *обулавя потребността от значителни разходи за преодоляването на тази асиметричност*.

## **2. Въздействие на информационната асиметрия върху финансовите пазари**

Проблемът с информационната асиметрия е в центъра на вниманието на новия институционален икономикс именно поради *въздействието*, което оказва върху пазарите. Например според Уилиамсън в условията на информационна асиметрия "пазарите се отклоняват от поведенческите модели, анализирани в конвенционалния икономикс."<sup>19</sup> За основоположници на *тезата за въздействието* се смятат Ероу, който развива концепцията за *моралния хазарт*, и Акерлоф, който формулира схващането за *неблагоприятния (негативния) подбор*.<sup>20</sup>

Според Ероу явлениято *морален хазарт* се проявява при следните условия: 1) наличие на информационна асиметрия; 2) страните вече са

<sup>17</sup> Курсивът е на автора.

<sup>18</sup> Williamson, O. E. Цит. съч., с. 11-30.

<sup>19</sup> Пак там, с. 28.

<sup>20</sup> Явлението "морален хазарт" е известно в оригинал като "moral hazard" и за първи път е анализирано от Ероу в: Uncertainty and Welfare Economics of Medical Care. – American Economic Review, 1963, Vol. 53, p. 941-73; The Economics of Moral Hazard: Further Comment. – American Economic Review, 1968, Vol. 58, p. 537-39; Essays in the Theory of Risk Bearing. Chicago; Markham, 1971; Gifts and Exchanges. Philosophy of Public Affairs, Summer, 1972, p. 343-362. Явлението "неблагоприятен избор" или "негативен избор" е известно в оригинал като "adverse selection" и е разгледано за първи път от Акерлоф в The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. – The Quarterly Journal of Economics, 1979, Vol. 84, Aug. 1970, p. 488-500.

сключили договор, т.е. в случая може да се говори за екс-постнеблагоприятно информационно въздействие; 3) между страните (принципали и агенти) е налице противоречие на интересите (т.нар. „различни интереси на агентите“<sup>21</sup>); 4) агентите се *изкушават* да предприемат действия след сключването на договора, които *не са в интерес на принципалите*. Изброените дотук условия определят явлението в неговата същност.<sup>22</sup> Основният метод, който използва Ероу за разкриване природата на моралния хазарт, е анализът на застрахователния пазар на автомобили в САЩ. Според автора, след като автомобилът е застрахован, застрахованото лице може да предприеме действия, които противоречат на интересите на застрахователя например да не оборудва автомобила със средства, предпазващи го от кражби. При това застрахователят няма да бъде в състояние (освен ако не направи необходимите разходи) да наблюдава и контролира поведението на застрахованото лице. При тези обстоятелства застрахователите използват условията на договора, *за да въздействат върху поведението на застрахованите* така, че последните след сключването на сделката да предприемат действия, които в максимална степен защитават техните интереси. Така, освен че определя същността на явлението, Ероу прави и съществения извод, свързан с въздействието на моралния хазарт върху поведението на участниците на пазара, а именно, че: 5) *в условията на информационна асиметрия принципалите използват клаузите на договора като инструмент за влияние върху поведението на агентите по начин, който е в интерес на принципалите*.

Въздействието на информационната асиметрия и моралния хазарт върху поведението на участниците на *финансовите пазари* за първи път е обект на системен анализ в смятаната за основополагаща статия на американските икономисти Джоузеф Стиглиц и Ендрю Уайс „Ограничаване на кредитирането на пазари с неидеална информация“<sup>23</sup>. По-нататък ще представим основните особености на явлението, както е описано в тази статия, като едновременно с това ги сравним с изводите, направени от Ероу:

1. Както застрахователният пазар на автомобили, така и финансовите пазари функционират в условията на информационна асиметрия. Това означава, че *банките не са в състояние да контролират действията на заемателите след сключването на договора, освен при големи разходи* (т.нар. експостинформационна асиметрия).
2. За разлика от модела на Ероу според Стиглиц и Уайс на страните предстои сключването на договор, но тази разлика не променя същността на анализа, тъй като и на предходния етап пазарните агенти са склонни към опортюнизъм, чиито следствия се проявяват *след сключването на сделката*.

<sup>21</sup> Пример за проява на явлението представяме в следващата част, в която е анализиран моделът на Стиглиц и Уайс. Вж. Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. – American Economic Review, 1981, June, Vol. 73, p. 393-409; Storey, D. J. Understanding the Small Business. Routledge, London, 1994, p. 278 и др. В оригинал терминът е познат като „agency issues“.

<sup>22</sup> Hillier, B., Ibrahimo, M. V. Asymmetric Information and Models of Credit Rationing. – Bulletin of Economic Research, 45:4, 1993, p. 275.

<sup>23</sup> Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 393-409.

3. Между интересите на принципалите (в случая финансовите институции) и агентите (заемателите) е налице т.нар. противоречие между агентите.
4. *На финансовите пазари се наблюдава негативна зависимост между размера на лихвения процент, който кандидатите за кредитиране са готови да приемат, и вероятността от успешното осъществяване на проекта.* Т.е. при повишаване на лихвения процент относителният брой на заемателите от съвкупността, проявяващи опортюнистично поведение и са готови да приемат условия, които впоследствие няма да са в състояние да изпълнят, се увеличава. *Тази хипотеза е изведена в концепцията на Стиглиц и Уайс за т.нар. "средно неизменно отклонение",*<sup>24</sup> за която ще стане въпрос по-нататък.
5. *За да въздействат върху поведението на заемателите, финансовите институции определят лихвен процент, който не цели удовлетворяване на пазарното търсене, а по-скоро оптимизиране на инвестиционния портфейл на банките от гледна точка на: първо, вероятностите за реализиране на успешни проекти в съвкупността от заематели, и второ, нормата на възвръщаемост.* Определянето на цена на кредита, различна от оптималната, според Стиглиц и Уайс намалява приходите на банките. Например повишаването на лихвения процент, от една страна, увеличава приходите от успешните проекти, а от друга, влошава качеството на финансираната съвкупност от гледна точка на риска. И обратно, понижаването на лихвения процент под оптималната му стойност повишава качеството на съвкупността от гледна точка на риска, но успоредно с това намалява приходите от индивидуалните проекти. Стиглиц и Уайс определят *ефекта на въздействие* на лихвения процент върху поведението на заемателите, което в крайна сметка определя качеството на финансираната съвкупност от гледна точка на риска, като "иницииращ" или "подбуждащ" ефект на лихвения процент.<sup>25</sup>

В статията си: "Пазарът на "лимони".<sup>26</sup> несигурност в качеството и пазарен механизъм"<sup>27</sup> Акерлоф разглежда явлението *негативен подбор* по примера на пазара на употребявани автомобили в САЩ. И този пазар функционира в условията на информационна асиметрия, при което между продавачите, добре познаващи качествата на предлаганите от тях автомобили, и купувачите, *не* познаващи тези качества, възниква противоречие – продавачите предлагат *цени*, които в по-голяма степен отразяват *индивидуалните качества на всеки един автомобил*, докато критериите на купувачите относно *цените* се основават на оценките им за

<sup>24</sup> В оригинал понятието е известно като "mean preserved spread". Вж. Hillier, B. and M. V. Ibrahimo. Цит. съч., с. 278.

<sup>25</sup> В оригинал "incentive effect". Вж. Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 393-409;

<sup>26</sup> Под "лимони" в САЩ разбират употребявани автомобили.

<sup>27</sup> Akerlof, G. A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. – The Quarterly Journal of Economics, 1970, Vol. 84, Aug. 1970, p. 488-500.

най-общите характеристики на пазара, които, разбира се, защитават интересите им най-добре. В анализа Акерлоф не взема под внимание въздействието на фактора “опортюнизм”, тъй като категорията е изведена по-късно от Оливър Уилиамсън (1975г.), но безспорно опортюнизмът е част от проблема, тъй като купувачите не вярват на информацията, предлагана им от продавачите, очаквайки прояви на “нечестно поведение”.<sup>28</sup> В резултат от посоченото противоречие на пазара на употребявани коли купувачите определят такова равнище на цените, при което извън пазара остават висококачествени продукти, чиито цени са по-високи от пазарните. Подобен пример, този път от застрахователния пазар, предлага и Уилиамсън.<sup>29</sup> Основната идея тук се свежда до следното: Кандидатите за застраховане много по-точно определят вероятностите от възникването на застрахователно събитие в сравнение със застрахователите и предлагат да изплащат премии в размер от  $(p + e)D$ , където  $p$  е вероятността от възникване на събитието за *конкретния* случай;  $e$  – малка надбавка и  $D$  – средната стойност на причинената вреда. Застрахователите от своя страна *нямат възможност да проучват вероятностите от възникване на застрахователни събития за всеки отделен случай, освен, разбира се, при относително високи разходи*. Затова те предлагат застрахователна премия, отразяваща техните средни очаквания за възникването на застрахователно събитие, което е валидно за цялата съвкупност, а именно:  $((p_1 + p_2) / 2)D$ , където  $p_1$  и  $p_2$  са най-високите стойности в интервала на равномерно разпределени вероятности. В резултат от това противоречие *извън застрахователния пазар* остават пазарни агенти, за които вероятността от възникване на събитието е сравнително ниска, т.е. тези, за които  $(p + e) < ((p_1 + p_2) / 2)$ .

*Общото в двата примера на Акерлоф и на Уилиамсън е, че при информационна асиметрия на пазарите се формират цени и условия, които отразяват общите средни очаквания за качеството на предлаганите продукти на съвкупността и които в максимална степен отразяват интересите на една от страните по сделката. При това положение извън пазара остават предложения за висококачествени продукти. И в двата случая можем да говорим за прояви на явлението негативен подбор.*

Що се отнася до *финансовите пазари*, негативният подбор, както и моралният хазарт за първи път е предмет на задълбочен теоретичен анализ в предложения от Стиглиц и Уайс модел за ограничаване на кредитирането. Според него в условията на информационна асиметрия заемателите по-добре познават качествата на своите проекти (вероятности за реализирането им и очаквани доходи), докато банките не разполагат с такава информация. При тези условия финансовите институции не са в състояние да направят *подбор* на проектите за финансиране, които да максимизират техните приходи, прилагайки критериите вероятност за успех (степен на риск) и доходност. *При оскъдна информация банките предпочитат да използват едно от условията на договора – лихвения*

<sup>28</sup> Пак там, с. 488-500.

<sup>29</sup> Williamson, O. E. Цит. съч., с. 28.



процент в качеството му на инструмент за въздействие върху поведението на заемателите. По този начин те „сортират“ кандидатите за кредитиране в определени групи и финансират тази от тях, която оптимизира печалбите им. Проявява се втората страна от въздействието на лихвения процент върху финансовите пазар – т.нар. „сортиращ ефект“ на лихвения процент.<sup>30</sup> И тук, както и в анализирания от Акерлоф и Ероу примери, извън пазара остават висококачествени проекти – такива, чиято вероятност за реализация е сравнително голяма и такива, чиято доходност е висока, в случай, че са успешни.

### 3. Модел на Стилглиц и Уайс за ограничаване на кредитирането<sup>31</sup> и развитие на модела за условията на финансовия пазар въобще

В основата на анализа на модела е посочената теза на Стилглиц и Уайс за средното неизменно отклонение,<sup>32</sup> според която банките в качеството си на принципали имат определени очаквания за средната величина на дохода от всеки един проект на дадена съвкупност ( $\bar{R}$ ). Тя се определя като константна величина въз основа на най-общите параметри, характеризиращи пазара и съвкупността от заематели. И тук, както и при моделите на Акерлоф и Уилямсън, една от страните по сделката формира определени общи очаквания – този път не за цени, а за доходи, които по смисъл са твърде близки. Освен със средна величина на дохода всеки проект ( $i$ ) се отличава и с точно определена величина на вероятност ( $p_i$ ) и конкретен доход ( $R_i$ ), които са различни за отделните проекти и са в обратна зависимост помежду си. Както беше споменато, негативната зависимост между  $p_i$  и  $R_i$  е следствие от явлението морален хазарт – когато кандидатите за кредитиране декларират готовност за постигане на по-високи доходи, това може да послужи като сигнал пред банките, че въпросните проекти са с по-ниска вероятност за успех, или, което е същото, отличават се с по-високи степени на риск. При това положение:

$$(1) \quad \bar{R} = p_i \times R_i^{33}$$

Другите по-важни условия на модела са: страни по сделката са банка и група от заематели; всеки заемател предлага по един проект  $i$ , който изисква една и съща сума от капитал  $K$ ; и банките и заемателите са рисково неутрални, имащи за цел да максимизират печалбите си пазарни агенти.

<sup>30</sup> Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 398; Ibrahim, M. V. Цит. съч., с. 281.

<sup>31</sup> В оригинал терминът е известен като „credit rationing“ и може да се преведе на български като „ограничаване на кредитирането“, но едновременно с това съдържа и нюанса, че съвкупността от проектите на заемателите предварително се „сортира“ от банките на сегменти в съответствие с тяхната вероятност за успех и доходност. Тази характерна особеност на термина дава повод на някои български автори да предпочитат превода „рационариране на кредитирането“. Крайният ефект от действието на разглеждания модел обаче е ограничаване на кредитирането, за редица проекти, поради което възприехме като по-подходящ този превод.

<sup>32</sup> В оригинал понятието е известно като „mean preserved spread“. Вж. Hillier, B. and M. V. Ibrahim, Цит. съч., с. 278.

<sup>33</sup> Вероятността от реализирането на проекта ( $p$ ) може да бъде възприета и като величина, обратна по смисъл на величината „степен на риск“, анализирана от Джефий. В оригинал „степен на риск“ е известна като „variance“. Вж. Jaffee, D. M. Investment Decisions Under Uncertainty. – In 'Money, Banking and Credit', Chapter 7, Worth Publishers, N. Y., 1989, p. 161.

Пред страните стоят две основни противоречия. Първото произтича от въздействието на информационната асиметрия. Банките в много по-малка степен познават основните параметри на всеки от проектите в сравнение със заемателите, поради което не са в състояние точно да оценят вероятността му за успех ( $p_i$ ) и индивидуалния доход ( $\hat{R}_i$ ), освен при относително високи разходи. Така при избора на предложения банките не могат да прилагат критерии за оценка, основаващи се на близки до реалните стойности на вероятностите и доходите – например да изчислят среднопретеглени очаквани доходи или величината на риска.<sup>34</sup> Затова пред тях възниква друга алтернатива – да оптимизират доходите си в условията на несигурност, като в този случай тяхното поведение е също напълно рационално.

Второто противоречие е известно в литературата като „противоположни интереси на агентите“<sup>35</sup>. В основата му са различните икономически интереси на страните. Например при успешен проект банките получават приход в размер от  $(1+r)K$ , докато заемателите получават приход  $\hat{R}_i - (1+r)K$ . При неуспешен проект обаче и при отсъствие на условие за ипотека в договорите банките губят цялата сума от  $(1+r)K$ , докато заемателите не губят нищо. Това предопределя и промяната в поведението на агентите на финансовия пазар – рисково неутралните банки се превръщат във „въздържачи се от риск“, а заемателите – в „предпочитащи риска“ субекти.<sup>36</sup>

Противоречието в интересите на пазарните агенти се откроява по-ясно в анализа на формулите за нетните доходи на банките и на заемателите. Формулата за нетните доходи на банка  $\beta$  може да бъде изразена по следния начин:

$$(2) \quad E\beta(\pi_i) = p_i(1+r)K - (1+b)K,$$

където:  $E\beta(\pi_i)$  е нетният доход на банка  $\beta$  в случай, че инвестира в проект  $\pi_i$ ;  $p_i$  – вероятността за успех на проекта;  $r$  – лихвеният процент по предоставените кредити и  $b$  – цената на привлечените от банката фондове. От равенството се вижда, че нетният доход на банката расте с  $p_i$ , т.е. банките предпочитат инвестиции със сравнително по-ниски равнища на риск.

От друга страна, нетният доход на заемател  $i$  се изразява чрез зависимостта:

$$(3) \quad E(\pi_i) = p_i[\hat{R}_i - (1+r)K],$$

където:  $E(\pi_i)$  е нетният доход на заемател  $i$  и  $\hat{R}_i$  – индивидуалният доход от всеки проект.

От равенство (3) се вижда, че основна предпоставка заемателят  $i$  да реши да кандидатства за заем е да бъде изпълнено условието  $E(\pi_i) > 0$  или, което е едно и също –  $\hat{R}_i > (1+r)K$ , тъй като  $p_i$  се смята за положителна величина. С други думи, фирмите ще кандидатстват за заеми само при

<sup>34</sup> Пак там, с. 161.

<sup>35</sup> Вж. Stiglitz, J. E. and Weiss, A. Цит. съч., с. 393-409; Storey, D. J. Understanding the Small Business. Routledge, London, 1994, p. 278 и др. В оригинал терминът е познат като „agency issues“.

<sup>36</sup> В англоезичната литературата, посветена на въпросите на финансирането, посочените термини са известни съответно като „risk neutral“, „risk averse“ и „risk-loving“. Вж. Jaffee, D. M. Цит. съч., с. 158.

достатъчно високи величини на  $\bar{R}_i$ , или, както следва от равенство (1) – при достатъчно ниски равнища на вероятностите за успех на проектите  $p_i$ . Или за разлика от банките фирмите ще кандидатстват за заеми само при достатъчно високи равнища на риска, съпътстващ проектите.

От равенство (3) се вижда също, че ако банките увеличават равнището на лихвения процент  $r$ , това означава, че и величината на индивидуалните доходи  $\bar{R}_i$  трябва да расте и на пазара, като кандидати за заеми ще остават проекти с достатъчно високи нива на  $\bar{R}_i$ , но и със сравнително ниски вероятности за успех  $p_i$ . Съвкупността от заематели, готови да сключат договор, ще бъде в по-голяма степен рискова, което не е в интерес на банките. Затова, за да *оптимизират* приходите си в условията на информационна асиметрия (при условие, че не познават реалните величини на  $p_i$  и  $\bar{R}_i$  на всеки проект), *банките балансират между повишаването на лихвения процент  $r$*  (което при равни други условия повишава доходите) *и намаляването на вероятността от реализирането на проектите  $p_i$*  (което намалява доходите). Стиглиц и Уайс наричат цената на кредита, която определят финансовите институции, “оптимален за банката лихвен процент”.

Той може да бъде установен на такова равнище, при което извън пазара да останат нефинансирани висококачествени от гледна точка на риска проекти (или с висока вероятност за успех  $p_i$ ), но същевременно и с ниска доходност ( $\bar{R}_i$ ) и такива, които са с ниска вероятност за успех, но и с висока доходност, в случай на успех. В първия случай оптималният лихвен процент ще бъде по-висок от предлагания от заемателите, а във втория – по-нисък. Така при определяне на оптимален за банките лихвен процент на финансовия пазар се формира *модел* (вж. по-горе т.нар. “сортиращ ефект” на лихвения процент), *при който търсенето на кредити надвишава предлагането им и банките постигат равновесие при осигуряването на оптимални доходи. С това Стиглиц и Уайс доказват наличието на равновесие в условията на неудовлетворено търсене, при което поведението на всички пазарни агенти остава напълно рационално.* При тези условия на финансовия пазар се проявява явлението *негативен подбор*, тъй като при определянето на оптималния лихвен процент извън пазара остават висококачествени проекти. Проявява се *ефектът* от действието на модела, а именно *ограничаване на кредитирането*.<sup>37</sup>

След Стиглиц и Уайс редица изследователи обогатяват теорията за ограничаването на кредитирането в условията на информационна асиметрия. Особено внимание се обръща на икономическото значение на *обезпечението (ипотеката)* като инструмент за въздействие върху поведението на пазарните агенти и за решаване на проблема с ограничаване на кредитирането. Сред по-значимите имена, които допринасят за развитието на проблемите, са Хелмут Бестър,<sup>38</sup> Дейвид Бесанко и Анджан Тхакор,<sup>39</sup> Чан

<sup>37</sup> В оригинал “sorting effect of the interest rate”. Вж. Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 400.

<sup>38</sup> Bester, H. The Role of Collateral in the Credit Markets with Imperfect Information. – European Economic Review, 1987, Vol. 31.

<sup>39</sup> Besanko, D. and A., Thakor. Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets. International Economic Review, October 1987, Vol. 28, N 3.

и Джордж Канатас<sup>40</sup> и Бергер и Удел.<sup>41</sup> Според Бестър, банките решават проблемите с неблагоприятното информационно въздействие и ограничаването на кредитирането, като широко прилагат механизма на ипотеката. В този смисъл той е привърженик на теорията на Ероу, че използваните в договорите инструменти оказват влияние върху поведението на участниците на пазара. Според автора освен това обезпечението има няколко съществени функции. На първо място *“решава”* проблема с *негативния подбор*, тъй като при предлагането на това условие на пазара остават кандидати за кредитиране с достатъчно ниски равнища на риск. В тези случаи обезпечението изпълнява дефинираната от Стиглиц и Уайс, но по повод лихвения процент функция да *сортира* кандидатите за кредитиране по групи, като всяка една се отличава с различна степен на риск на предлаганите за финансиране проекти. Или *“сортиращият ефект”* на *лихвения процент е присъщ и на ипотеката*.<sup>42</sup> Подобни са и тезите на Бергер и Удел и на Чан и Канатас с тази разлика, че сортиращият ефект, произтичащ от предлагането на ипотеката, се търси в случаите, когато банките идентифицират групи от потенциални заематели с относително по-високи равнища на риск. *Втората основна функция* на обезпечението според Бестър е, че чрез този инструмент се *решава и проблемът с моралния хазарт*, тъй като размерът на ипотеката моделира поведението на заемателите по определен начин. При по-високи равнища на изисканото обезпечение кандидати за кредитиране с по-голяма степен на риск на техните проекти излизат от пазара. (Да припомним, че в модела на Стиглиц и Уайс размерът на лихвения процент играе подобна функция, само че с обратен знак). *Както Стиглиц и Уайс, така и Бестър определят тази функция на ипотеката като “инициираща” или “подбуждаща”*.<sup>43</sup> Бесанко и Тхакор поддържат тезата на Бестър, като допълват, че банките използват едновременно както механизма на лихвения процент, така и този на ипотеката в отношенията си с кандидатите за заемане на средства. Според тях между величините на прилаганите два инструмента съществува обратна зависимост. Така приемането на по-високи равнища на лихвените проценти (както е и според модела на Стиглиц и Уайс) и на относително по-ниски равнища на обезпечение от страна на кандидатите за финансиране е признак за по-висока степен на риск на проектите, и обратно.<sup>44</sup>

Според нас разработените от посочените автори теоретични модели имат изключително значение за развитието на теорията за ограничаването на кредитирането, тъй като показват възможности за решаването на проблемите, свързани с неблагоприятното информационно въздействие. Въпреки това тези модели имат и своите слабости, които според самите автори се заключават в следното:

<sup>40</sup> Chan, Y. Sh. and G., Kanatas. Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements. – Journal of Money, Credit and Banking, February, 1985, Vol. 17, N 1.

<sup>41</sup> Berger, A. N. and G. F., Udell. Collateral, Loan Quality and bank Risk. – Journal of Monetary Economics, Vol. 25, p. 21-42.

<sup>42</sup> Bester, H., Цит. съч., с. 887-888.

<sup>43</sup> Пак там, p. 888.

<sup>44</sup> Besanko, D. and A., Thakor. Цит. съч., с. 671-672.

Според Бестър например прилагането на механизма на ипотеката е „ограничено от богатството на заемателите и тези от тях, които не разполагат с изисканото обезпечение, се намират под неблагоприятното въздействие на ограничаването на кредитирането.“<sup>45</sup> Подобна „слабост“ има ипотеката и според Дейвид Стори.<sup>46</sup> На второ място, пак според Бестър, ипотеката все пак не е универсално средство за преодоляване на проблемите, тъй като при договарянето размерът ѝ трябва да отразява в максимална степен размера на съвпътстващия проектния риск, което в условията на несигурност и опортюнизъм е трудно постижимо. Този аргумент на Бестър приема по-голямо значение в случаите, когато банките предлагат договори на значителен брой свои клиенти. Тогава финансовите институции според автора изискват относително по-високи равнища на обезпечение и се постига подобен ефект, както при модела на Стиглиц и Уайс за ограничаване на кредитирането. Извън пазара остават висококачествени проекти и се проявява ефектът на негативния подбор.

Според Стиглиц и Уайс въздействието на информационната асиметрия върху кредитните пазари в равна степен се отнася и за всички отношения, които могат да се развият между принципали и агенти,<sup>47</sup> вкл. и между инвеститори и фирми-емитенти на акции. Според тях отношенията между принципалите и агентите на капиталовите пазари се намират и под въздействието на две основни противоречия. На първо място, става въпрос за противоречието между принципали и агенти, породено от информационната асиметрия – агентите (в случая фирмите-емитенти) много по-добре познават особеностите на финансираните от тях проекти (вкл. риска, очакваните доходи и др.) в сравнение с инвеститорите. На второ място, е валидно т.н. „противоречие между икономическите интереси на страните по сделката“, изведено от Ероу във връзка с анализа на явлението „морален хазарт“.<sup>48</sup> В контекста на капиталовите пазари, противоречието се изразява в следното: Принципалите (в случая инвеститорите) са заинтересувани да получават оптимални фиксирани доходи от направената от тях инвестиция. От друга страна, фирмите-емитенти на акции получават доход, равняващ се на разликата между приходите, които получават от реализацията на проекта, и сумите, които трябва да бъдат изплатени на инвеститорите под формата на дивиденди. Според Стиглиц и Уайс от това произтича и основният проблем в отношенията между принципали и агенти на капиталовия пазар – дали мениджърите и собствениците на компании ще имат необходимия икономически интерес от емисията на акции. Освен това в условията на неравномерно разпределена информация мениджърите и собствениците могат да проявят и опортюнистично поведение, в смисъл да предлагат за публична продажба акции само в случаите когато работите на компанията не вървят добре. Във връзка с това Грийнвалд, Стиглиц и Уайс твърдят, че преобладаваща форма на външно

<sup>45</sup> Bester, H., Цит. съч., с. 888.

<sup>46</sup> Storey, D. J. Understanding the Small Business. Routledge, London, 1994, p. 283.

<sup>47</sup> Stiglitz, J. E. and A., Weiss. Цит. съч., с. 394.

<sup>48</sup> Проблемът е разгледан в Arrow, K. J. Uncertainty and Welfare Economics of Medical Care. – American Economic Review, 1963, Vol. 53, p. 941-73.

финансиране на компаниите остава банковото кредитиране,<sup>49</sup> като в допълнение добавят и следните аргументи: Първо, сумата на кредитите се ограничава от мащаба на определен проект, информацията за който би могла да бъде получена с много по-малко средства, отколкото при проучване на цялостната дейност на компанията, което се налага при емисията на акции. В този смисъл банковото кредитиране е с относително много по-нисък риск за инвеститорите. На второ място, поведението на мениджърите при банковото кредитиране значително по-лесно може да бъде контролирано от страна на инвеститорите според условията на подписания кредитен договор.<sup>50</sup> В заключение авторите твърдят, че поради изтъкнатите причини на капиталовите пазари се проявяват условия за пазарен провал, като извън пазара могат да останат нефинансирани проектите на успешно действащи компании. В случая отново се наблюдава явлението *негативен подбор*, но този път за условията на капиталовия пазар.

Тезите на Стиглиц и Уайс и на Грийнвалд, Стиглиц и Уайс намират *своето обобщение в хипотезата за приоритетите във финансирането, изведена от Майърс и Мейлф.*<sup>51</sup> Според авторите поради изтъкнатите причини, а именно ограничаване финансирането на фирмите както на кредитните, така и на капиталовите пазари и относително по-голямото значение на банковото кредитиране, по отношение на обезпечаването на фирмите със средства се формират следните приоритети: На първо място, компаниите разчитат на собствени средства, на второ, на ресурси, получени чрез банкови заеми, и на трето, на средства, привлечени чрез емисията на акции.

В края на тази част ще направим *някои обобщения, засягащи направения дотук анализ*. Преди всичко искаме да подчертаем, че тезата на Оливър Уилиамсън и на неговите предшественици Коуз, Хайек, а също на Ероу и Акерлоф относно това, че под въздействието на информационната асиметрия "пазарите се отклоняват от поведенческите модели, анализирани в конвенционалния икономикс", *намира потвърждение когато се отнася до финансовите пазари*. В подкрепа на това твърдение са разработени редица теоретични модели. *Конкретните изводи*, до които стигнахме в резултат от направения в предходните части анализ, са следните:

1. Поради въздействието на информационната асиметрия *на кредитния пазар се проявява пазарен провал, известен като ограничаване на кредитирането на фирмите*. Той се проявява в случаите, когато: първо, фирми с жизнени проекти не могат да получат заем поради относително високото равнище на оптималния лихвен процент, установен от банките; второ, когато на фирмите им е отказано финансиране, без да бъдат изтъквани особени причини за това, въпреки че са готови да приемат

<sup>49</sup> Greenwald, B. J. E., Stiglitz, A., Weiss. Information Imperfections in the Capital Market and Microeconomic Fluctuations. – American Economic Review, 1984, Vol. 74, N 2, p. 196.

<sup>50</sup> Пак там, с. 196.

<sup>51</sup> Cosh, A. and A., Hughes. Size, Financial Structure and Profitability: UK Companies in the 1980s. – In Hughes, A. and D. Storey (ed.) Finance and the Small Firm. Routledge, London, 1994. В английския текст хипотезата е изведена под името POH (Packing Order Hypothesis) и в случая авторът си позволява превод по смисъл.

лихвения процент, предлаган от банките и дори по-висок. Ипотеката е алтернативен инструмент за решаване на проблема, но има своите недостатъци: не всички фирми, нуждаещи се от кредитиране разполагат с необходимите активи, за да бъдат използвани като залог; поради информационна асиметрия понякога финансовите институции изискват прекалено високи размери на обезпечение, които не съответстват на реалните величини на риска, съвпътстващ проектите.

2. Въздействието на информационната асиметрия върху кредитните пазари в равна степен важи и за всички отношения, които могат да бъдат отнесени към отношенията "принципал-агент"<sup>52</sup>, вкл. и за тези между инвеститорите в ролята им на принципали и емитентите на акции, в ролята им на агенти на фондовия пазар.
3. Поради изтъкнатите причини – ограничаване на финансирането чрез кредити и публичната продажба на акции, и във връзка с хипотезата на Грийнвалд, Стилглиц и Уайс, че кредитирането е по-разпространена форма на външно финансиране, отколкото продажбата на акции, според Майърс и Мейлф *съществуват определени приоритети във финансирането* на фирмите. На първо място, компаниите финансират проектите си от вътрешни източници, на второ – чрез кредити и на трето, чрез публична продажба на акции.

#### **4. Хипотези за ограничаване на финансирането на малките и средните предприятия**

Първата хипотеза, се отнася до степента на въздействие на информационната асиметрия върху пазарните агенти. Според нас *съществуват редица доказателства, че малките и средните предприятия са засегнати в по-голяма степен от неравномерното разпределение на информацията, отколкото големите компании. На първо място, причините могат да се търсят в особеностите на поведението на дребния бизнес.* Докато действията на големите компании в значителна степен са предвидими (преобладаващата част от тях са подчинени на целта за максимизиране на печалбата, управленските решения се реализират по утвърдени схеми и компаниите се ръководят от квалифицирани мениджъри и т.н.), малките бизнес-формирования се управляват от собственици или наети лица с твърде отличаващи се едни от други мотиви, цели и управленски умения. С това са свързани и твърденията на Смолбоун, Норт и Лей,<sup>53</sup> че "поведението на дребното предприемачество се влияе в голяма степен от "личните качества на собствениците".<sup>54</sup> Пак в тази връзка Дикенс, Хюсеин и Рам утвърждават, че качествата на собственици на малки компании в условията на информационна асиметрия в значителна степен

<sup>52</sup> Stiglitz, J. E. and A., Weiss, Цит. съч, с. 394.

<sup>53</sup> Smallbone, D., D. North, and R. Leigh. The Use of External Assistance by Mature SMEs. – In *Entrepreneurship and Regional Development*. London, 1993, Vol. 5, p. 282.

<sup>54</sup> Storey, D. J. Цит. съч., с. 279.

предопределят решенията на банките за предоставянето на заеми.<sup>55</sup> Според Европейския обзор за МСП<sup>56</sup> ръководителите на малки фирми “нямат достатъчно умения, за да ръководят информационните потоци”. Представителите на дребния бизнес понякога не изповядват целите за максимизиране на печалбата и често се ръководят от ценностна система, коренно различна от тази, която мотивира действията на едрия бизнес, например: желание за самоизява, стремеж към независимост, постигане на равнище на доходите, достатъчно за издръжката на семейството, и т.н. В подобна посока са и заключенията на Алан Кош и Алън Хюз, че представителите на дребния бизнес по-трудно се съгласяват да споделят собствеността върху фирмата с по-широк кръг лица, както това става при големите предприятия. Авторите дори подкрепят тезата, че “признак за малко предприятие” е то да съществува под юридическите форми едноличен търговец или дружество с ограничена отговорност.<sup>57</sup> За независимия характер и поведение на малкото предприятие пише и Надин Леврато, според която дребните предприемачи при емисията на акции балансират между необходимостта от финансиране и стремежа към запазване на независимостта на компанията.<sup>58</sup> Според Европейския обзор за МСП малките фирми се въздържат от предоставянето на информация поради редица причини – опасения, че тя може да бъде използвана опортюнистично от страна на конкуренцията и др.<sup>59</sup> За “затворения” характер на малкия бизнес пишат също Кош и Хюз<sup>60</sup> и Дейвид Стори.<sup>61</sup>

*Втората причина*, която поставя дребния бизнес в неравностойно положение на пазара за информация, според нас са *относително високите разходи, необходими за проучването на проектите на малките компании и за осъществяването на контрол над тяхното изпълнение*. Например според Европейския обзор по проблемите на МСП за 2000г. “разходите за изследване и мониторинг на дребното предприемачество са твърде високи за банките”.<sup>62</sup> До подобен извод достига и Европейският обзор за 1995г., според който “...събирането и анализирането на сведения за МСП е скъпоструващо и неизгодно”.<sup>63</sup> Анализирайки пазара за информация, Кош и Хюз,<sup>64</sup> а също и Дейвид Стори подкрепят подобна теза.<sup>65</sup>

*Третата причина*, ограничаваща достъпа до информация за МСП, се крие в *особеностите на финансирането на малките компании*. Формите за привличането на средства от страна на дребния бизнес могат да се възприемат и като следствия от въздействието на информационната асиметрия, но ние ще си позволим да ги споменем и като причина, поради

<sup>55</sup> Deakins, D., G. Hussain and M. Ram. Finance of Ethnic Minority Small Businesses. Working Paper 23, University of Birmingham, 1991, p. 28.

<sup>56</sup> The European Observatory for SME Research. ENSR, EIM, The Netherlands, 1995, p. 206.

<sup>57</sup> Cosh, A. and A. Hughes. Цит. съч., с. 21.

<sup>58</sup> Levratto N. Small Firms Finance in France. – Small Business Economics, Kluwer Academic Publishers, 1996, No 8, p. 282.

<sup>59</sup> The European Observatory for SME Research. ..., p. 206.

<sup>60</sup> Cosh, A. and A. Hughes. Цит. съч., с. 28.

<sup>61</sup> Storey, D. J. Цит. съч., с. 185.

<sup>62</sup> The European Observatory for SME Research. ..., p. 164.

<sup>63</sup> Пак там, с. 185.

<sup>64</sup> Storey, D.J. Цит. съч., с. 207.

<sup>65</sup> Пак там, с. 207.



тяхната значимост. На първо място, става въпрос за това, че *малките фирми в много редки случаи котираят акции на организирани фондови пазари, следователно информацията, предлагана за този род компании, е твърде ограничена*. Опитите на европейските страни да решат проблема с участието на дребния бизнес на борсите имат ограничен успех. Например според Надин Леврато дори облекчените процедури на създадените в Европа вторични извънборсови пазари, на които се търгува с дългови инструменти на МСП, не стимулират в достатъчна степен малките компании към участие. Причините за това авторките вижда в невъзможността на голяма част от дребния бизнес да се справи дори с опростените правила и да приеме относително високите разходи, необходими за търгуване на тези пазари.<sup>66</sup> Според анализа на Европейския обзор опитите за създаването на специализирани фондови борси за МСП се оказват неуспешни както поради слабия интерес от страна на фирмите, така и поради недостатъчната заинтересованост на потенциалните инвеститори.<sup>67</sup> Друга особеност на финансирането, която също оказва влияние върху достъпа до информация за малките компании, е обстоятелството, че отношенията между сектора и финансовите институции са сравнително неустойчиви и имат краткосрочен характер. Според Кош и Хюз например банките са основните акционери на големите компании – 9.3% от капитала срещу 3.1%, що се отнася до МСП.<sup>68</sup> Освен това основните форми на заемане на средства от дребния бизнес са различните форми на краткосрочни кредити.<sup>69</sup>

Така хипотезата, която произтича от неравностойното положение на малките компании на информационния пазар, може да бъде формулирана по следния начин:

*Хипотеза 1. След като МСП са засегнати в по-висока степен от информационната асиметрия, то и проблемите, породени от този фактор, би трябвало да имат по-силна степен на проявление в случаите на финансиране на малки компании.* Идентифицираните до момента проблеми, а именно:

- *ограничаване в кредитирането*, в т.ч. и използване на обезпечението като форма за решаване на проблема с информационната асиметрия;
- *съкращаване на финансирането чрез публична емисията на акции*;
- *във връзка с горните два проблема – наличието на определени приоритети във финансирането на фирмите* (на първо място са вътрешните източници за финансиране, на второ – банковото кредитиране и на последно – финансирането чрез публичната продажба на акции);
- *би трябвало да намерят устойчиво и дори по-голямо проявление при финансирането на дребния бизнес*. Във връзка с последния проблем, малките компании трябва да разчитат повече на

<sup>66</sup> Levratto, N. Цит. съч., с. 282.

<sup>67</sup> The European Observatory for SME Research. ..., p. 168.

<sup>68</sup> Cosh, A. and A. Hughes. Цит. съч., с. 26.

<sup>69</sup> Вж. Cosh, A. and A. Hughes. Цит. съч., p. 32, 33, 36; The European Observatory for SME Research. ..., p. 165-167; Levratto, N. Цит. съч., с. 281.

вътрешни източници за финансиране и по-малко на финансиране чрез публичната емисия на акции в сравнение с големите компании

*Втората хипотеза*, която предлагаме, е свързана с обстоятелството, че МСП като група са по-рискови в сравнение с по-големите фирми. Тази особеност на дребия бизнес се потвърждава от редица автори. Например Надин Леврато пише, че “във Франция, банкрутите при фирми с брой на заетите до 250 човека е 3%, докато при по-големите предприятия процентът е 10 пъти по-нисък, т.е. 0,3%.”<sup>70</sup> Подобни твърдения се срещат също и при Кош и Хюз във връзка с анализа на проблемите на малките компании във Великобритания. Според тях “... в срок от 5 години от основаването им 50% от малките компании фалират, а в течение на 12-годишен период процентът на банкрутите достига до 75%.”<sup>71</sup> Според същите автори броят на изпадащите в несъстоятелност малки компании е 3 пъти по-висок отколкото при големите бизнес-единици. Тези изводи се потвърждават и от други изследователи. Егелн, Лихт и Щийл<sup>72</sup> например смятат, че кредитният рейтинг на германските компании с брой на заетите до 249 човека е значително по-нисък в сравнение с този на фирмите с по-голям брой на заетите лица (вж. табл. 1).

Таблица 1

Зависимост между размер на фирмата и кредитен рейтинг

| Размер на фирмата (брой на заетите) | % на фирмите с отличен кредитен рейтинг |
|-------------------------------------|-----------------------------------------|
| 5-49                                | 2.2                                     |
| 50-249                              | 9.0                                     |
| 250-499                             | 20                                      |
| 500-999                             | 35                                      |
| >1000                               | 41                                      |

Източник: Egelin, J., G., Licht, F., Steil. Firm Foundations and the Role of Financial Constraints – In: Small Business Economics. Kluwer Academic Publishers, The Netherlands, 1997, N 9, p. 145.

Подобни твърдения обосновават също Дали<sup>73</sup> и Дюн, Робъртс и Самуелсон.<sup>74</sup> Въз основа на тези твърдения може да бъде формулирана втора по ред хипотеза, която засяга финансирането на МСП в условията на информационна асиметрия и относително по-висок риск:

*Тъй като в условията на информационна асиметрия инвеститорите не са в състояние да определят вероятностите и рисковете, свързани с реализирането на всеки отделен проект, те оценяват вероятностите и рисковете, свързани с групата на заемателите като цяло (Акерлоф<sup>75</sup>). След като секторът на дребия бизнес най-общо се характеризира с по-високи равнища на риск, би следвало при реализирането на инвестиционни проекти от МСП поведението на инвеститорите да се предопределя от*

<sup>70</sup> Levratto, N. Цит. съч., с. 289.

<sup>71</sup> Cosh, A. and A. Hughes. Цит. съч., с. 20.

<sup>72</sup> Egelin, J., G., Licht, F., Steil. Firm Foundations and the Role of Financial Constraints. – In: Small Business Economics. Kluwer Academic Publishers, The Netherlands, 1997, N 9, p. 145.

<sup>73</sup> Daly, M. Business Failure Statistics. Statistical Services. Employment Department, July, 1996, p. 28.

<sup>74</sup> Dunne, T., M. J., Roberts and L., Samuelson. The Growth and Failure of Manufacturing Plants. – Quarterly Journal of Economics, November, 1989, p. 675.

<sup>75</sup> Akerlof, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. – The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, Aug. 1970, p. 488-500.

тези най-общи очаквания, още повече, че според Стилглиц и Уайс в условията на информационна асиметрия банките са "въздържачи се от риск пазарни агенти".<sup>76</sup> Така в този случай според нас биха намерили устойчиво проявление следните зависимости:

- В отношенията си с МСП, инвеститорите предпочитат да инвестират преди всичко в краткосрочни дългови инструменти, тъй като в съответствие с теорията за предпочитанията към ликвидност тези инструменти се смятат за инструменти с по-ниски равнища на риск.<sup>77</sup>
- Според теорията за зависимостта между лихвения процент и риска лихвените проценти, предлагани от инвеститорите на МСП, би трябвало да са по-високи в сравнение с тези, предлагани на по-големите компании. Разликата в лихвените проценти (премията за риск) трябва да компенсира евентуалните загуби в случай на неплатежоспособност.<sup>78</sup>

Третата хипотеза се отнася до различната степен на проява на проблемите под въздействието на променливите възраст, големината и степен на растеж на фирмите. На първо място, информационната асиметрия засяга в различна степен фирмите според това дали са по-малки или по-големи, дали са отскоро на пазара, или не. Така, най-засегнати от неблагоприятното информационно въздействие са новоучредените компании и тези, които са в началния период на своето развитие. Според Егелн, Лихт и Щил проблемът с информационната асиметрия "...се проявява особено остро при новоучредените предприятия".<sup>79</sup> Може да се предположи, че компаниите с продължителен период на функциониране и респ. дълга кредитна история ще бъдат засегнати в по-слабо от проблема. Що се отнася до степента на въздействие на информационната асиметрия в зависимост от фактора "размер", ние предлагаме аргументите, които използвахме при формулирането на Хипотеза 1. Неблагоприятното информационно въздействие може да засегне растящите компании по различен начин. От една страна, за тях са характерни устойчиви темпове на развитие, а от друга – прекалено бързите темпове създават предпоставки за риск и несигурност.

Въздействието на споменатите фактори върху степента на проявление на проблемите може да се осъществи и по друг начин. Преди всичко трябва да се има предвид, че съществуват достатъчно доказателства в подкрепа на тезата, че между посочените фактори и най-вече между размера и възрастта на фирмите, от една страна, и риска, от друга, е налице

<sup>76</sup> Вж. Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 396.

<sup>77</sup> Според хипотезата за предпочитанията към ликвидност в условията на несигурност и риск инвеститорите предпочитат да инвестират в краткосрочни дългови инструменти, тъй като те са по-високоликвидни. Вж. Jaffee, D. M. Цит. съч., с. 181-205.

<sup>78</sup> Според хипотезата нивото на предлагания в договора лихвен процент ( $R_c$ ) се определя по формулата  $R_c = (R_t - P_d R_d) / P_c$ , където  $R_t$  е целевата норма на възвръщаемост на инвеститора;  $P_d$  е вероятността от неизплащане на сумата от длъжника;  $R_d$  е нормата на възвръщаемост в случай, че длъжникът не изплати изцяло сумата и  $P_c$  е вероятността от изплащане на дълга в пълния му размер. При това  $P_c + P_d = 1$ . От формулата се вижда, че колкото по-голяма е вероятността сумата на дълга да не бъде изцяло изплатена ( $P_d$ ) и респ. вероятността от изплащането на заема в пълния му размер ( $P_c$ ) е по-ниска толкова повече нараства размерът на предлагания в договора лихвен процент  $R_c$ . Вж. Jaffee, D. M. Цит. съч., с. 281-300.

<sup>79</sup> Egelin, J., G. Licht, F. Steil. Цит. съч., с. 145.

негативна зависимост. С други думи, колкото предприятието е по-малко и с по-кратък период на съществуване, толкова, толкова по-големи са рисковете, които обуславят дейността му, и обратно. Както беше показано в разгледаните теоретични модели, в условията на информационна асиметрия инвеститорите не са в състояние да оценят обективно състоянието на отделните проекти, освен ако не направят големи разходи. В условията на неблагоприятно информационно въздействие те оценяват инвестиционния риск, ръководейки се от по-обобщаващи признаци, каквито са размерът, възрастта и степента на растеж на компанията. Този тип поведение може да се обясни и с възприетата в теоретичните модели предпоставка, че в условията на информационна асиметрия банките са "въздържащи се от риск пазарни агенти".<sup>80</sup>

По-нататък представяме доказателства в подкрепа на тезата, че между факторите "възраст" и "размер" на фирмите, от една страна, и риска, от друга, е налице негативна зависимост. Вижда се също, че факторът "растеж" оказва различно влияние върху риска. Във връзка с анализа на зависимостта между възраст и риск от интерес са резултатите от изследване на Кош и Хюз (вж. табл. 2).

Таблица 2  
Степен на риск във връзка с критерия "етап от бизнесцикъла" ("възраст")

|                           | Продължителност на периода в години | Степен на риск |
|---------------------------|-------------------------------------|----------------|
| Започване на бизнес       | 7-12                                | екстремална    |
| зрелост                   | 3-7                                 | висока         |
| развитие                  | 1-3                                 | средна         |
| Преди излизане от бизнеса | 1-3                                 | ниска          |

Източник: Cosh, A. A., and Hughes, Size, Financial Structure and Profitability. – In A Hughes and D. J. Storey (ed), Finance and the Small Firm, Routledge, London and New York, 1994, p. 28.

Тезата се потвърждава и от Дюн, Робъртс и Самуелсон, които утвърждават, че "...колкото периодът на функциониране на една компания е по-продължителен, толкова по-големи са шансовете за оцеляването ѝ."<sup>81</sup> Дали подкрепя негативната зависимост между възраст и риск, като отстоява позицията, че вероятността за излизане от бизнеса е най-висока през първите 5 години от "живота" на предприятието, постепенно намалява с времето и достига до относително ниски величини едва след 10-та година.<sup>82</sup> Отново според същите автори броят на фалиралите фирми със заети в тях между 5 и 19 човека е със 104.7% по-голям в сравнение с фалитите при компании с повече от 250 човека.<sup>83</sup> Аналогични резултати се срещат и в изследване на Галахар и Стюърт. Те смятат, че вероятността от банкрути при компании с брой на заетите до 20 човека е със 78% по-висока в сравнение с

<sup>80</sup> Вж. Stiglitz, J. E. and A. Weiss. Цит. съч., с. 396.

<sup>81</sup> Dunne, T., M.J. Roberts and L. Samuelson. Цит. съч., с. 675.

<sup>82</sup> Daly, M. Цит. съч., с. 28.

<sup>83</sup> Dunne, T., M. J. Roberts and L. Samuelson, Цит. съч., с. 678.

вероятността при предприятия с над 1000 човека персонал.<sup>84</sup> Подобни резултати се срещат и в редица други източници: Европейския обзор за МСП за 1996г.<sup>85</sup>, изследвания на Надин Леврато,<sup>86</sup> на Егелн и др.<sup>87</sup> Що се отнася до въздействието на критерия “растеж”, интерес представляват резултатите от публикацията на Филипс и Кирхов, от която се вижда, че между степената на растеж на фирмите, измерен с броя на заетите и процентът на оцеляването им е налице положителна зависимост, т.е с колкото по-бързи темпове растат компаниите, толкова по-ниски са вероятностите за излизане от бизнеса (табл. 3).

Таблица 3  
Зависимост между процента на оцелелите компании и степента на растеж на британски компании за периода 1988-1990г.

| Размер на компанията (брой на заети) | Нулев растеж | Растеж до 4 заети | Растеж от 5 до 9 заети | Растеж повече от 10 заети |
|--------------------------------------|--------------|-------------------|------------------------|---------------------------|
| До 4                                 | 26           | 65                | 76                     | 77                        |
| От 5 до 499                          | 34           | 72                | 75                     | 79                        |

Източник: Phillips, B. D. and B. A. Kirchoff. Formation, Growth and Survival in The US Economy. – Small Business Economics, 1991, Vol. 1, N 1, p. 68.

Противоположна теза отстояват Егелн, Лихт и Щийл,<sup>88</sup> Леврато,<sup>89</sup> както и авторите на едно изследване на Бенк оф Ингленд.<sup>90</sup> Според тези източници по-високи от обичайните темпове на растеж се свързват и с по-високи равнища на риск.

В резултат от направения анализ можем да формулираме Хипотеза 3, която може да бъде изказана по следния начин: *След като първо, информационната асиметрия засяга пазарните агенти в различна степен в зависимост от критериите възраст, големина и растеж и, второ, след като в условията на информационна асиметрия, финансовите институции оценяват риска, ръководейки се от тези критерии, без да отчитат индивидуалните особености на всеки конкретен проект, то може да се очаква, че проблемите на финансирането ще се проявяват в различна степен под въздействието на споменатите променливи, а именно:*

- *Между проблемите на финансирането и възрастта съществува негативна зависимост.*
- *Между проблемите на финансирането и размера съществува негативна зависимост.*
- *Отношението на инвеститорите към растящия бизнес може да бъде противоречиво.*

<sup>84</sup> Gallacher, C. and H. Stewart. Business Death and Firm Size. – International Small Business Journal, 1985, Vol. 4, N 1, Autumn, p. 48.

<sup>85</sup> The European Observatory for SME Research. ..., p. 165-167; Levratto, N. Цит. съч., с. 289.

<sup>86</sup> Levratto, N. Цит. съч., с. 289.

<sup>87</sup> Egeln, J., G. Licht, F. Steil. Цит. съч., с. 145.

<sup>88</sup> Пак там, с. 148

<sup>89</sup> Levratto, N. Цит. съч., с. 292.

<sup>90</sup> Smaller Exporters. A Special Report, Bank of England, January 1998, p. 24-26.

\*

Както споменахме в началото на изследването, анализирани проблеми биха могли да намерят както теоретично, така и чисто практическо приложение в България, тъй като въпросите, свързани с финансирането на дребното предприемачество са особено актуални в наши дни. Става дума по-конкретно за това, че наличието на пазарни провали в областта на финансирането на МСП се приема де факто от десетилетия насам от правителствата на развитите икономики, вкл. и на тези от страните-членки на Европейския съюз и на Европейското икономическо пространство. В резултат от това малките и средните компании от посочените структури са обект на мащабна подкрепа от страна на западноевропейските правителства. Проблемите в България обаче се подценяват както от теоретична, така и от чисто практическа гледна точка. Държавните мерките в подкрепа на дребното предприемачество са слаби и което е по-съществено, не почиват върху изградена концептуална основа. При тези условия бъдещото присъединяване на България към Европейския съюз би могло да доведе до значителни икономически и социални сътресения.