

ФИНАНСОВОТО РАВНОВЕСИЕ - УСЛОВИЕ ЗА УСТОЙЧИВ РАСТЕЖ НА ПРЕДПРИЯТИЕТО

Емил Калчев

Нов български университет, София

Резюме

Предприятията са „моторът“ на пазарната икономика. В тях се създава богатството на индивидите и обществото. Тъй като стремежът на собствениците към богатство е нарастващ, и предприятията са призвани да растат. Растежът им е следствие от инвестициите, реализирани в тях, а паричните потоци са ключов елемент в процеса на инвестиране. Докато положителните парични потоци покриват отрицателните, всяко предприятие е във финансово равновесие и продължава дейността си. В противен случай устойчивостта на растежа му е поставена под въпрос. В светлината на този проблем е разгледана функционалната структура на предприятието, и по-специално ролята на финансовата област в него. Описани са паричните потоци и е изведено условието, запазващо финансовото му равновесие при инвестиране. То трябва да е изпълнено във всеки даден момент, за да може предприятието да расте устойчиво.

Ключови думи: финансово равновесие, финансиране, финанси на предприятието.

Key words: financial equilibrium, financing, corporate finance.

Увод

Предприятията следват жизнен цикъл, в който са основавани, растат, достигат зрялост и прекратяват дейността си. Интензивният и устойчив растеж е от ключово значение за способността им да реализират финансовите цели на заинтересованите от тях групи икономически индивиди.

От стратегическо финансово гледище устойчивият растеж се свързва с устойчиво идентифициране, оценяване и избор на перспективни инвестиционни проекти (машини, съоръжения, производства, бизнеси), т.е. свързва се с устойчив процес на инвестиране. За финансиране на инвестициите предприятието се нуждае от капитал с подходяща структура. Тя определя цената на финансирането и финансовия риск, който то поема. В стратегически план вътрешната норма на възвращаемост на инвестициите трябва да е по-голяма или равна на средно претеглената цена на капитала.

В оперативен план обаче това не е достатъчно. За растящото (за активно инвестиращото) предприятие е от централно значение не само изпълнението на горното условие за съответствие между инвестиции и финансиране, но то и във всеки един момент трябва да се намира във финансово равновесие. Това значи предприятието да посреща без сътресения инвестиционните си разходи. В противен случай всяка нова инвестиция може трайно да компрометира устойчивостта на растежа му. Нещо повече, тя в този случай става и заплаха за съществуването на предприятието.

Тук ще се спрем на природата на предприятието и ще очертаем ролята на финансовата сфера в него. На тази база ще анализираме проблема за финансовото равновесие, което е необходимо условие за устойчивия му растеж. Въпреки голямата практическа значимост на този „традиционен“ проблем, той остава недооценен в модерната финансова литература.

1. За природата на предприятието

1.1. Главни идейни направления

Теорията на предприятието работи с **две перспективи** – фирмена и индивидуална. **Първата** му признава икономическа субектност и в нея се открива влиянието на правото и макроикономическия подход. От нея предприятието е субект (най-често юридическо лице), целящ задоволяване на потребностите на потребителите със стоки и услуги [1].

В противовес на фирмената **индивидуалната** (микроикономическата) перспектива не признава субектност на предприятието и го разглежда като инструмент за постигане целите на икономическите индивиди (еднакви рационални максимизатори на ползата); те са субекти (актьори), преследващи целите си чрез него. Поради инструменталната му функция, централно е значението на решенията, вземани в него. Те трябва да гарантират главната индивидуална цел - увеличаване на богатството. Както показва класическата теория, кооперирането между повече индивиди е необходимо условие за постигането на тази цел, а главният механизъм за това е пазарът [2]. За да изпълнява успешно

той тази роля, трябва да притежава определени качества: първо, да е конкурентен, второ, всички пазарни участници да са икономически индивиди и, трето, на него да няма трансакционни разходи. С други думи, той трябва да е свършен.

От свършенството на пазара следва, че за всеки продукт има само една цена и че всички блага могат да се разменят поединично, защото обвързването им в общ продукт не би донесло допълнителни ползи. Представата за фиксирана работна заплата по трудов договор, например, е несъвместима със свършения пазар, както е несъвместима с него и идеята за предприятие (йерархия). То не би носило на икономическите актьори, коопериращи се чрез свършения пазар, никакви допълнителни ползи. Следователно причините за съществуването на предприятията трябва да се търсят при несвършенствата на пазарите.

Неокласическата доктрина се базира на допускането за свършен пазар и в нея предприятието е елемент и следствие от теорията на производството. *Неоинституционализмът* се отказва от тази предпоставка, замествайки я с теорията на договора (институционалното съглашение), който е рамка за коопериране, снижаваща трансакционните разходи. От друга страна, това научно направление замества рационалността на икономическия индивид с „ограничена рационалност“. На тази база в неговите рамки теорията на предприятието получава значителна степен на завършеност.

1.2. Пазарни несвършенства и предприятие

Несвършен е този пазар, за който една от трите предпоставки за свършен не е изпълнена. Наличието на *трансакционни разходи*, например, води до несвършенство на пазара. Те обхващат разходите за информация, по воденето на преговори и вземането на решения или са свързани с реализирането на решенията [3]. Високите трансакционни разходи по набирането на информация предизвикват *информационна асиметрия* между пазарните участници, която компрометира втората предпоставка за свършен пазар – всички участници да са икономически индивиди, т.е. да са еднакви (в т.ч. еднакво информирани) и рационални максимизатори на ползата.

Координирайки решенията си чрез пазара, икономическите актьори си влияят едни на други. В ситуация на несвършен пазар са възможни влияния и извън пазарния механизъм

(*външни ефекти*). При тях даден актьор, ползвайки чужди (или общи) блага безвъзмездно, влияе върху ползите на други. Очевидно е, че икономическите решения, които не отчитат външните ефекти, са неоптимални, а могат да се окажат и погрешни. Ако са налице имуществени права, чрез допълнителни споразумения тези ефекти могат да бъдат регулирани (интернализирани) [4].

Както бе посочено, от кооперирането чрез пазара произтичат ясни ползи за индивидуалните актьори, а когато той е несвършен, част от тях могат да бъдат пропуснати. За да бъде предотвратено това, се появява **предприятието** като *дългосрочна форма за коопериране на индивиди ... за гарантирането на ... ползите от съвместна и координирана дейност* [5]. В светлината на гореизложеното логично е, че то снижава трансакционните разходи – в него е налице безплатна обмяна на информация, решенията се вземат професионално и специализирано и т.н. От друга страна, предприятието интернализира външни ефекти и гарантира по-добре имуществените права.

Или, индивидуалните актьори от типа на Робинзон Крузо могат да задоволят стремежа си за максимално богатство само отчасти, поради това че максимизирането му е следствие от кооперирането на повече индивиди. Това се осъществява, от една страна, чрез механизма на пазарните цени, а, от друга – в рамките на предприятие (йерархия), т.е. *посредством координатор, даващ централизирани указания на собствениците на ресурси (напр. персонала), които ги следват срещу заплащане*. Изборът на начин за коопериране се определя от нивото на трансакционните разходи, от наличието на външни ефекти и от необходимостта за гарантиране на имуществените права [6].

Както пазарът, така и предприятието поражда ефекти, изразяващи се във вътрешно разделение на труда, специализация, намаляване на разходите и др. Важно е да се отбележи, че пазарът е координиращ механизъм както за използването на богатството за потребление, така и за натрупването му, докато предприятието е механизъм само за натрупване на богатство. Потреблението се извършва извън него, т.е. предприятието (йерархията) не замества пазара, а го допълва.

2. Функционални области в предприятието

2.1. Обща структура

В досегашното изложение беше обосновано защо съществуват предприятия, а тук ще бъде разкрита структурата им от гледище на функционалните области, които ги изграждат. Така по-ясно ще бъде очертана финансовата област, която ще бъде изследвана по-подробно във връзка с финансовото равновесие на растящото предприятие.

В предприятието могат да се обособят следните функционални области: реално-икономическа, финансова и счетоводна. Те са обвързани на три нива: чрез информационни, стокови и парични потоци. В **реално-икономическата (производствената) област** се извършват икономически процеси, при които вложените *труд, материали и енергия* се съчетават по специфична *технология* (съвкупност от земя, сгради, машини, инструменти и ноухау), превръщаща ги в *стоки и услуги* (блага, продаваеми на пазара). **Финансовата област** обхваща паричните потоци в предприятието и тези между него и околната икономическа среда. В производствената област се генерират *нетни парични потоци* - разликата между постъпленията от продажби на стоки и услуги и плащанията по производството и пласмента. Положителните нетни парични потоци се насочват от производствената към финансовата сфера, а отрицателните, обратно - от финансовата към производствената (напр. при инвестиции).

За вземането на решения в производствената и финансовата област е необходима външна и вътрешна информация. Тя в голяма степен се предоставя от **счетоводството**. Например, ако предприятието се ръководи от управител, собствениците се информират за състоянието му въз основа на счетоводна информация. Същото важи за бизнес партньори, кредитори, държава-та и т.н.

2.2. Финансовата област в различните идейни направления

В рамките на **фирмената перспектива** финансите заемат подчинена роля в предприятието. То е ориентирано към потребностите на потребителите и задоволяването им чрез масово индустриално производство. Финансовата теория, съответстваща на тази перспектива – т.нар. **традиционна теория на финансите**, отглежда на финансовата сфера задачата да подкрепя реално-икономическата област, осигуря-

вайки необходимите ѝ финансови ресурси за инвестиции. Тази задача трябва да бъде изпълнявана при едно централно ограничително условие – от това да не произтича разстройство на финансовото равновесие в предприятието. Ето защо централни теми на традиционните финанси са формите за финансиране и планирането и управлението на ликвидността, така че от финансовата област да не произтича разстройство на производството. Разглеждането на тези проблеми е силно повлияно от счетоводното мислене – счетоводството не само е информационна база на финансите, но и те от своя страна изследват главно счетоводния баланс и отчета за приходите и разходите. Стратегическите решения в предприятието от тази перспектива засягат главно рационализирането и поевтиняването на производството.

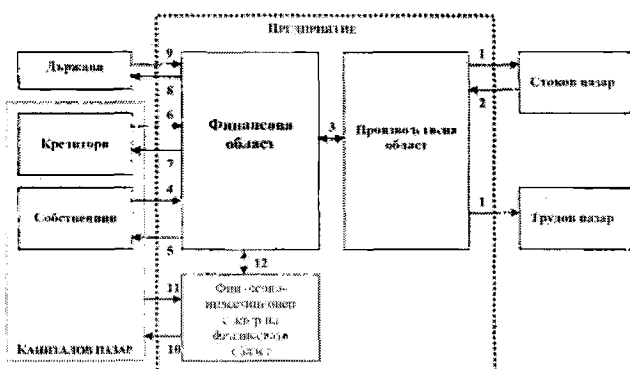
Модерните финанси (индивидуалната перспектива) се концентрират върху **стратегическото** финансово целепологане в предприятието, оценката на приноса на инвестициите и финансирането към заложените цели и риска (**неокласически подход**), както и върху регулирането на отношенията между различните заинтересовани групи относно финансовите им цели (**неоинституционален подход**) [7]. Тези теми, ориентирани към решенията, излизат на преден в модерната теория. Според нея финансите имат водеща роля в предприятието, защото са непосредствено свързани със стратегическите цели на заинтересованите групи, и поспециално с тези на собствениците. Предприятието е призвано преди всичко да генерира максимални нетни парични потоци към тях. Описанията на формите за финансиране и разработването на техники за планиране на ликвидността, които са централни за традиционните финанси, присъстват и в модерните, но на заден план. Такава е съдбата и на разглеждания проблем за финансовото равновесие (ликвидността на предприятието) в рамките на инвестиционния процес. Той е в значителна степен игнориран в модерната литература, където се разглежда предимно във връзка с управлението на оборотния капитал.

В рамките на анализа му тук, първо, ще бъдат описани паричните потоци на предприятието и, второ, потърсена връзка между тях, запазваща финансовото му равновесие при инвестиране.

3. Парични потоци и финансово равновесие на предприятието

3.1. Описание на паричните потоци

Икономическата дейност на всяко предприятие се осъществява посредством парични потоци, които са входящи (*положителни*) и изходящи (*отрицателни*). По принцип, докато положителните покриват отрицателните, предприятието е във финансово равновесие и продължава дейността си. В противен случай то изпада в ликвидни затруднения, които разстройват устойчивия му растеж и са заплаха за съществуването му. На фиг. 1 са изобразени паричните потоци в предприятието и тези между него и околната икономическа среда [8].



Фиг. 1. Парични потоци на предприятието

Реално-икономическата (производствената) и финансовата област са тясно обвързани една с друга. Първата предполага отрицателни парични потоци (плащания) по производството и пласмента (1) – за материали и услуги, заплати и дълготрайни активи (ДА) (машини, съоръжения, оборудване, патенти, лицензи и др.). Положителните парични потоци (постъпленията) са главно от продажба на стоки и услуги, но към тях се прибавят и тези от продажба на ДА (инвестиции), неизползвани пряко в дейността (2). Салдото (3) между (1) и (2) дефинира **реално-икономическия нетен паричен поток** на предприятието. Той може да бъде разделен на оперативен и инвестиционен, както следва:

$$\begin{aligned} & \text{Постъпления от продажба на стоки/услуги} \\ & - \text{Плащания по производството и пласмента} \\ \hline & = \text{Оперативен нетен паричен поток} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Постъпления от продажба на ДА} \\ & - \text{Плащания за ДА (инвестиции)} \\ \hline & = \text{Инвестиционен нетен паричен поток} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Оперативен нетен паричен поток} \\ & + \text{Инвестиционен нетен паричен поток} \\ \hline & = \text{Реално-икономически нетен паричен поток} \end{aligned}$$

В нормално функциониращо предприятие оперативният нетен паричен поток е положителен, откъдето и реално-икономическият нетен паричен поток преди инвестиции е положителен. Инвестициите (напр. при растеж на предприятието) често го превръщат в отрицателен (след инвестиции), което поставя финансовата област пред проблема за финансиране на дефицита (*запазване на финансовото равновесие*). Дефицитът на производствената сфера може да се финансира чрез положителен паричен поток отвън (външен капитал), който поражда последващ (отрицателен) паричен поток от предприятието към собствениците на капитала. С предоставянето на външен капитал (4, 6) могат да бъдат придобити имуществени права в предприятието (в т.ч. право на дял от печалбата и ликвидационен дял (5)) или право на лихви и обратно изплащане на капитала (главницата) (7). В първия случай предоставящите капитала стават собственици и капиталът им е „собствен“, а във втория те са кредитори, а капиталът – „привлечен“ (или дълг).

Плащаните от предприятието данъци (8) и получаваните от него субсидии (9) образуват паричните потоци между него и държавата. Някои от данъците (напр. ДДС) се съдържат в цените на материалите, услугите и инвестициите, закупувани от предприятието, а, от друга страна - те се начисляват и върху цените на стоките и услугите, които то продава. Тези данъци не могат да се управляват пряко чрез решения във финансовата сфера, докато други данъци (напр. върху печалбата и върху доходите) пряко зависят от тези решения, в т.ч. от избора на правна форма, от отношението дълг/собствен капитал, от амортизациите и др.

Последната двойка „постъпления-плащания“ (10 и 11) на фиг. 1 е свързана с финансовите инвестиции на предприятието, т.е. инвестициите, нямащи нищо общо с реално-икономическата му дейност и служещи за краткосрочно „съхраняване“ на ликвидни средства или за формиране дългосрочни финансови резерви. На практика това могат да са инвестиции в краткосрочни и дългосрочни ценни книжа, в недвижимости, благородни метали, антики, произведения на изкуството и др. Плащанията (10) са свързани с придобиването и поддръжката им (напр. при недвижимости, антики, произ-

ведения на изкуството), а постъпленията (11) са резултат от тяхната продажба, но могат и да са лихви, дивиденди, наеми и др. Салдо (12) се нарича **финансов нетен паричен поток**. Той също се разделя на оперативен и инвестиционен, както и се разглежда преди и след инвестиции (аналогично на реално-икономическия).

3.1. Условие за финансово равновесие

И финансовият, и реално-икономическият нетен паричен поток могат да бъдат разделени на двете им съставни части – плащания и постъпления. *За да се намира предприятието във финансово равновесие, плащанията трябва да бъдат покрити от постъпленията и наличните средства „в касата“ във всеки даден момент.* Това условие е съществено както при управлението на оборотния капитал, така и при инвестициите, но то е много по-важно във втория случай, защото при инвестициите рискът от разстройване на дейността от неспазването му е несравнимо по-голям. Разстройството е следствие от липсата на ликвидни средства за заплащане на необходимите за растежа инвестиции.

Общите плащания за инвестиции са:

$$\begin{array}{l} \text{Плащания за реални инвестиции} \\ + \text{Плащания за финансови инвестиции} \\ \hline = \text{Общи плащания за инвестиции} \end{array}$$

Те могат да бъдат **финансирани** от положително салдо на всички останали положителни и отрицателни парични потоци, както и от налични финансови средства в предприятието. За финансиране на инвестициите често се използва външен капитал (дялово участие и/или кредит), който предизвиква последващ отрицателен паричен поток (обратно изплащане на дялов капитал и дивиденди, лихви и погашения по главницата на кредита). Салдото на тези положителни и отрицателни парични потоци показва размера на **външното финансиране**:

$$\begin{array}{l} \text{Постъпления от дялов капитал} \\ - \text{Обратно изплащане на дялов капитал} \\ \hline = \text{Финансиране от дялов капитал} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Постъпления от кредити} \\ - \text{Плащания по кредити} \\ \hline = \text{Финансиране от кредити} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Финансиране от дялов капитал} \\ + \text{Финансиране от кредити} \\ \hline = \text{Външно финансиране} \end{array}$$

От друга страна, отрицателните парични потоци за придобиване на дълготрайни активи (инвестиции) могат да бъдат финансирани от оперативните нетни парични потоци (преди инвестиции) на реално-икономическата област и на финансово-инвестиционния сектор на финансовата област (**вътрешно финансиране**), от които са приспаднати плащанията за лихви и данъци/субсидии:

$$\begin{array}{l} \text{Оперативен реален нетен паричен поток} \\ + \text{Оперативен финансов нетен паричен поток} \\ - \text{Лихви} \\ - \text{(Данъци-субсидии)} \\ \hline = \text{Нетен паричен поток} \\ - \text{Плащания за дивиденди} \\ + \text{Постъпления от продажба на ДА} \\ \hline = \text{Вътрешно финансиране} \end{array}$$

Външното и вътрешното финансиране образуват салдото на всички парични потоци на предприятието за финансиране на разходите за инвестиции:

$$\begin{array}{l} \text{Външно финансиране} \\ + \text{Вътрешно финансиране} \\ - \text{Увеличаване (+ намаляване) на наличните пари в} \\ \text{предприятието} \\ \hline = \text{Общи плащания за инвестиции} \end{array}$$

Докато общите плащания за инвестиции се покриват от положителния паричен поток от външно и вътрешно финансиране, както и от наличните средства в предприятието, то не е изправено пред ликвиден проблем. Финансовата област успешно изпълнява главната си „традиционна“ задача – *запазване на финансовото равновесие*. В този случай тя подпомага производствената област, осигурявайки ѝ необходимите средства за инвестиции, без от това да произтичат негативни въздействия върху нея – например принудително ликвидиране на запаси, оборудване, производствени дейности др. Поддържането на финансово равновесие не е еднократен акт, а перманентен процес във финансовия мениджмънт на предприятието.

Изводи

Предприятието е инструмент за максимизиране ползите на икономическите индивиди, изразяващи се преди всичко в максимален нетен паричен поток от него към тях. Изпълнението

на тази централна функция е свързано с възможностите му за интензивен и устойчив растеж. Той от своя страна предполага устойчив инвестиционен процес, който пък изисква съответстващо финансиране. Съответствие между инвестиционни и финансови решения в предприятието се търси, както на стратегическо, така и на оперативното ниво.

За разлика от традиционната литература по финанси, в модерната, проблемът за финансовото равновесие на предприятието в рамките на инвестиционния процес е недостатъчно оценен.

Тук той е поставен в контекста на модерната неинституционална теория на предприятието и е разгледан подробно. Описани са паричните потоци между околната икономическа среда и предприятието, както и тези между функционалните му области. Тези потоци са представени в различни разрези и е изведено условието за постигане на финансово равновесие на предприятието. Така този важен въпрос

е изяснен в необходимата задълбоченост и изчерпателност.

Литература

1. Gutenberg, E. *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*. Bd. 3: Die Finanzen. 8. Aufl. Berlin. 1980.
2. Кънев, М. и др. *Икономически теории*. 4 изд. Абагар, В. Търново. 2005. с. 82-87.
3. Ракарова, С. *Икономика за мениджъри*. НБУ. София. 2008. с. 28-31.
4. Rosen, H. *Public Finance*. 7th ed. McGraw Hill. Boston. 2005. pp. 82-92.
5. Stauenberg, B., Schmidt, R. *Vorarbeiten zu einer Theorie der Unternehmung als Institution*. In Kappler, S. (Hrsg.) *Rekonstruktion der Betriebswirtschaftslehre als ökonomische Theorie*. Wilfer. Spardorf. 1983. S. 249.
6. Neus, W. *Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht*. 6. Aufl. Mohr. Tübingen. 2009. S. 221- 222.
7. Schmidt, R., Terberger, E. *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*. 3. Aufl. Gabler. Wiesbaden. 1996. S. 9-37.
8. Franke, G., Hax, H. *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*. 6. Aufl. Springer. Berlin. 2009. S. 9-11.

THE FINANCIAL EQUILIBRIUM AS A CONDITION FOR SUSTAINABLE GROWTH OF THE FIRM

Emil Kalchev

New Bulgarian University, Sofia, Bulgaria

Abstract

Firms are the "engines" of the market economy. They create wealth for individuals and societies. Since their pursuits after wealth are increasing, firms are called to grow, as well. Their growth is a result of investments made in them. Cash flows are a key element in the investment process. While positive cash flows cover negative once, the company is in financial equilibrium, and continues to operate successfully. Otherwise, the sustainability of its growth is disturbed. In the light of this problem, the functional structure of the firm is considered, and the role of its financial sphere defined. Cash flows are described and conditions explored, which retain the company's financial equilibrium in case of investments. It must be kept permanently, in order to ensure the firm to grow sustainably.