



ПО ВЪПРОСА ЗА ЕФЕКТА НА ФИНАНСОВИЯ ЛОСТ И МЕТОДИКАТА ЗА НЕГОВИЯ АНАЛИЗ

Доц. д-р Росица Иванова

УНСС, катедра „Счетоводство и анализ“

Резюме

Въпросът за структурата на капитала е актуален и значим за дейността на предприятието на всички фази и етапи от неговото развитие. В зависимост от размерите на собствения и на привлечения капитал, респ. на техните относителни дялове в общия капиталов ресурс, който притежава и с който разполага предприятието, печалбата, която остава за собствениците, ще бъде различна.

Балансовата печалба, от една страна, е елемент на собствения капитал, а от друга страна – тя участва при изчисляването на рентабилността на собствения капитал и е пряк фактор, който оказва влияние върху нейната динамика. Като елемент на собствения капитал балансовата печалба оказва непосредствено влияние върху стойностите на показателите, характеризиращи общата структура на капитала – коефициентите на автономност, финансова зависимост, финансова автономност, задлъжнялост и постоянен капитал.

Обект на разглеждане в статията е ефектът на финансовия лост. Този ефект се анализира и оценява от две гледни точки. Първата от тях е като самостоятелен обект на анализа, т.е. като резултативен показател. При този анализ първоначално се установяват силата и посоката на влияние на преките фактори върху промените в ефекта на финансовия лост: промените в коефициента на задлъжнялост; промените в общата рентабилност на активите и промени във вътрешния лихвен процент. Чрез метода на детерминираното факторно моделиране е изведен и представен разширен модел, който позволява да се анализира и оценява влиянието на следните фактори върху изменението на ефекта на финансовия лост:

- 1) промени в коефициента на задлъжнялост;
- 2) промени в нетната рентабилност на база приходи;
- 3) промени в обращаемостта на краткотрайните активи;
- 4) промени в коефициента на маневреност на активите;
- 5) промени във вътрешния лихвен процент.

На второ място, ефектът на финансовия лост се анализира в качеството му на фактор, влияещ върху изменението на рентабилността на собствения капитал на предприятието. При този анализ се установява и оценява влиянието на посочените по-горе фактори върху промените, които са настъпили в рентабилността на собствения капитал. На основата на получената от анализа информация финансовият мениджмънт има възможност да изработва и взема обосновани и правилни решения за управлението на рентабилността на собствения капитал.

Ключови думи: ефект на финансовия лост, модел, методика, анализ, фактори, рентабилност

Въведение

Обект на изследване в тази статия е ефектът на финансовия лост и методиката за неговия анализ. Ефектът на финансовия лост се проявява чрез промените, които настъпват в рентабилността на собствения капитал. Това поражда необходимостта от анализ на ефекта на финансовия лост от две гледни точки – като самостоятелен обект на анализа и като фактор, оказващ влияние върху промените в рентабилността на собствения капитал, тъй като факторите, които оказват влияние върху изменението на ефекта на финансовия лост, са и фактори, влияещи върху промените в рентабилността на собствения капитал.

Поставената цел в тази статия е да се анализира ефектът на финансовия лост като самостоятелен обект на анализа. За постигането на тази цел са формулирани задачи, свързани с представяне на модели и методики за анализ на динамиката на ефекта на финансовия лост под влияние на различни фактори:

1) трифакторен (традиционен) модел за анализ и оценка на влиянието на факторите: промени в коефициента на задлъжнялост; промени в общата рентабилност на активите и промени във вътрешния лихвен процент;

2) петфакторен модел за анализ и оценка на влиянието на факторите: промени в коефициента на задлъжнялост; промени в нетната рентабилност на база приходи; промени в обращаемостта на краткотрайните активи; промени в структурата на активите; промени във вътрешния лихвен процент;

3) петфакторен модел, позволяващ да се установява и дава оценка за влиянието на факторите: промени в коефициента на задлъжнялост; промени в нетната рентабилност на база приходи; промени в поглъщаемостта на дълготрайните активи; промени в обращаемостта на краткотрайните активи; промени във вътрешния лихвен процент.

1. Исторически поглед върху ефекта на финансовия лост

Според източниците на формиране капиталът на предприятието се разграничава на собствен и привлечен. Д. Добрев¹ е посочил, че стопанското предназначение на собствения капитал „поради характера му на дълготраен финансов източник, е да покрие капиталовата нужда от по-дълготрайни имуществени инвестиции в зависимост, разбира се, от особения характер на дадено стопанство (предприятие – бел. Р.И.). В това си дълготрайно имуществено въплъщение собственият капитал отразява един относително бавен темп на капиталообръщение.“ Същевременно с това той е стигнал до извода за необходимостта от финансиране на дейността на предприятието с привлечен капитал – „финансирането с чужд капитал (...) е във връзка с нуждите от засилване на обръщателните средства на дадено стопанство.“² Д. Добрев изследва съотношението между привлечения и собствения капитал, което съотношение по

¹ Добрев, Д. Учение за отделното стопанство, С., 1941, с. 147.

² Пак там, с. 149.

същество е коефициентът на задлъжнялост. От една страна, „колкото по-малък е размерът на чуждия капитал, в съотношение със собствения капитал, на толкова по-сигурна основа ще бъде поставено стопанството“³, като тук следва да се вземат под внимание два важни фактора „размерът на ползваните чужди средства трябва винаги да бъде в тясна връзка с големината на обръщателното имущество и в зависимост от степента на неговата ликвидност (реализируемост). С оглед на тия два фактора трябва да се определя и срочният характер на чуждия капитал (задълженията).“⁴ Тези мисли показват актуалността на въпроса за структурата на капитала, в случая за величината на коефициента на задлъжнялост. Въпрос, който е бил обект на изследване още в първите научни трудове на българските учени в областта на счетоводството и стопанския анализ и който е актуален и в съвременните условия на всеки етап от развитието на предприятието. Задълбочавайки анализа, може да се установява и оценява влиянието на промените в структурата на активите, в които е въплътен капиталът на предприятието, на промените в обращаемостта на краткотрайните активи, на промените в ликвидността на отделните групи и конкретни видове краткотрайни активи и други въпроси.

Д. Добрев е извел ролята на привлечения капитал в дейността на предприятието като „фактор, който засилва продуктивната сила, стопанския капацитет и на самия собствен капитал“⁵, тъй като „наличността на чуждия капитал действа подбуждателно, поощрително и подтиква към една постоянна и засилваща се функционална интензивност, докато неговото отсъствие и използването само на собствен капитал притъпява горепосочените подбуди, отслабва основните стимули към стопански активитет и предразполага към стопанска отпуснатост и анемичност“⁶, както и че „собственият капитал представлява консервативният елемент в предприятието, докато чуждият капитал е оня прогресивен фактор, който подтиква към по-активна продуктивна дейност и стимулира все по-широки и по-нови стопански инициативи.“⁷

Относно рентабилността на капитала Д. Добрев е споделил „тези чужди капитали (привлеченият капитал – бел. Р.И.) безспорно са рентабилитетни фактори и за самото стопанство (предприятие – бел. Р.И.), когато стопанската полза от тях е по-голяма, отколкото плащаните за ползването лихви. Следователно при изчисляване на стопанската рентабилност трябва да се изхожда от общия вложен капитал (собствен и чужд) и реализираната печалба след приспадане лихвите на чуждия капитал“⁸, като е необходимо „към добитата чиста печалба (...) да бъдат прибавени още и лихвите на използвания чужд капитал“⁹. Това означава да се изчисли каква би била тази рентабилност, при положение че предприятието не плаща лихви за привлечения капитал или то работи само с безлихвен капитал. Считаме за необходимо да отбележим, че за времето си Д. Добрев достига до един много важен извод, върху който се градят теоретичните основи и полезността за стопанската практика на

³ Пак там, с. 158.

⁴ Пак там, с. 159.

⁵ Добрев, Д. Учение за отделното стопанство, С., 1941, с. 160.

⁶ Пак там, с. 161.

⁷ Пак там, с. 161.

⁸ Пак там, с. 300.

⁹ Пак там, с. 301.

ефекта на финансовия лост. Става дума за това, че „използването на чуждия капитал има своето продуктивно въздействие и върху собствения капитал“¹⁰ или още привлеченият от предприятието капитал се явява „фактор за засилване рентабилността на собствените средства“¹¹, както и че „ще изпъкне на ясно продуктивното въздействие на по-ниско олихвявания чужд капитал, благодарение на което са могли да бъдат осъществени по-високите рентабилитетни отношения върху собствения капитал.“¹² Именно посочените по-горе мисли на Д. Добрев показват, че още в първата половина на XX век се е разбирало влиянието на ефекта на финансовия лост, което се потвърждава и от факта, че собствениците на капитала са облагодетелствани от „изтъргуването на по-ниска доходност за привлечения капитал от тази за общия капитал“.¹³

От направения кратък преглед в исторически план се вижда, че въпросът за ефекта на финансовия лост и влиянието му върху рентабилността на собствения капитал е известен в българската специализирана литература отдавна.

2. Трифакторен модел за анализ на ефекта на финансовия лост

К. Уолш¹⁴ извежда модел за детерминиран факторен модел на рентабилността на собствения капитал, в който са дефинирани факторите, оказващи влияние върху динамиката на този показател за рентабилност: промените в коефициента на задлъжнялост; промените в общата рентабилност на активите и промените във вътрешния лихвен процент. В този модел рентабилността на собствения капитал е определена като сума от общата рентабилност на активите и ефекта на финансовия лост, т.е. ефектът на финансовия лост е факторен показател.

Като самостоятелен обект на анализа ефектът на финансовия лост (E) се определя по следната формула:

$$E = K^d \times (ROTA - I\%), \text{ където:}$$

K^d е коефициентът на задлъжнялост;

ROTA – общата рентабилност на активите, а

I% – вътрешният лихвен процент.

Коефициентът на задлъжнялост се изчислява като отношение между средните размери на привлечения капитал (\bar{L}) и собствения капитал (\bar{E}):

$$K^d = \frac{\bar{L}}{\bar{E}}$$

Общата рентабилност на активите (ROTA) се изчислява като процентно отношение на сумата от балансовата (нетната) печалба (P^n) и разходите за лихви (I^e) към средния размер на активите (\bar{A}) на предприятието:

¹⁰ Добрев, Д. Учение за отделното стопанство, С., 1941, с. 301.

¹¹ Добрев, Д. Икономика на предприятието, С., изд. „Наука и изкуство“, 1949, с. 200.

¹² Добрев, Д. Учение за отделното стопанство, С., 1941, с. 301.

¹³ Добрев, Д. Икономика на предприятието, С., изд. „Наука и изкуство“, 1949, с. 200.

¹⁴ Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008, с. 192.

$$ROTA = \frac{(P^n + I^e) \times 100}{\bar{A}}$$

Вътрешният лихвен процент се определя като процентно отношение между разходите за лихви и средния размер на привлечения капитал:

$$I\% = \frac{I^e \times 100}{\bar{L}}$$

Ще илюстрираме методиката за анализ на ефекта на финансовия лост с конкретен пример по данните, представени в таблица 1.

Таблица 1. Информация, необходима за анализа на ефекта на финансовия лост

Показатели	Предходна година	Текуща година	Отклонение (+, -)	%
I. Входни данни, хил. лв.:				
Отчет за приходи и разходи				
1. Приходи	15890	16960	1070	106,73
2. Разходи, вкл. разходи за данъци върху печалбата, от тях:	14090	13360	-730	94,82
а) разходи за лихви	857	825	-32	96,27
3. Балансова (нетна) печалба (п.1 – п.2)	1800	3600	1800	200,00
Счетоводен баланс				
4. Среден размер на капитала, в т.ч.:	96000	100700	4700	104,90
а) собствен капитал	60150	62150	2000	103,33
б) привлечен капитал	35850	38550	2700	107,53
5. Среден размер на активите, в т.ч.:	96000	100700	4700	104,90
а) дълготрайни активи	59200	62600	3400	105,74
б) краткотрайни активи	36800	38100	1300	103,53
II. Допълнително изчислени показатели:				
6. Коефициент на задлъжнялост, лв. (п.4б : п.4а)	0,5960	0,6203	0,0243	104,07
7. Обща рентабилност на активите,% [(п.3 + п.2а) x 100 : п.5]	2,7677	4,3942	1,6265	158,77
8. Вътрешен лихвен процент, % (п.2а : п.4б) x 100	2,3905	2,1401	-0,2504	89,52
9. Ефект на финансовия лост, % [п.6 x (п.7 - п.8)]	0,2248	1,3982	1,1734	621,95

От получените резултати се вижда, че ефектът на финансовия лост за двете години е положителен. За текущата спрямо предходната година този ефект се е увеличил с 1,1734 пункта (1,3982 – 0,2248). Върху това увеличение влияние са оказали факторите:

- 1) промени в коефициента на задлъжнялост;
- 2) промени във вътрешния лихвен процент;
- 3) промени в общата рентабилност на активите.

Влиянието на факторите може да се установи по метода на последователното заместване. За целта се съставя следната система от величини:

$$E_0 = 0,5960 \times (2,7677 - 2,3905) = 0,5960 \times (+0,3772) = + 0,2248 \%$$

$$E^{\text{usl.1}} = 0,6203 \times (2,7677 - 2,3905) = 0,6203 \times (+0,3772) = + 0,2340 \%$$

$$E^{\text{usl.2}} = 0,6203 \times (2,7677 - 2,1401) = 0,6203 \times (+0,6276) = + 0,3893 \%$$

$$E_1 = 0,6203 \times (4,3942 - 2,1401) = 0,6203 \times (+2,2541) = +1,3982 \%$$

От разликата между първата условна величина ($E^{\text{usl.1}}$) и ефекта на финансовия лост от предходната година (E_0) се установява влиянието на промените в коефициента на задлъжнялост. В резултат на увеличението на коефициента на задлъжнялост с 0,0243 лв. (0,6203 – 0,5960) ефектът на финансовия лост се е увеличил с 0,0092 пункта [(+ 0,2340 %) – (+ 0,2248 %)].

Разликата между втората ($E^{\text{usl.2}}$) и първата ($E^{\text{usl.1}}$) условна величина на ефекта на финансовия лост показва влиянието на промените във вътрешния лихвен процент. Под влияние на намалението на вътрешния лихвен процент с –0,2504 пункта (2,1401 – 2,3905) ефектът на финансовия лост се е увеличил с 0,1553 пункта [(+ 0,3893 %) – (+ 0,2340 %)].

От разликата между ефекта на финансовия лост за текущата година (E_1) и неговото второ условно равнище ($E^{\text{usl.2}}$) се установява влиянието на промените в общата рентабилност на активите на предприятието. Под влияние на увеличението на общата рентабилност на активите с 1,6265 пункта (4,3942 – 1,6265) ефектът на финансовия лост се е увеличил с 1,0089 пункта [(+1,3982 %) – (+ 0,3893 %)].

В резултат на едновременното влияние на трите фактора ефектът на финансовия лост за текущата спрямо предходната година се е увеличил с 1,1734 пункта [(+0,0092) + (+0,1553) + (+1,0089)], толкова, колкото установихме в таблица 2.

Последователно ще разгледаме влиянието на посочените по-горе фактори върху изменението (увеличението или намалението) на ефекта на финансовия лост.

1) Влияние на промените в коефициента на задължнялост. С основание в специализираната литература се посочва, че коефициентът на задължнялост е „един от фундаменталните показатели в корпоративните финанси“¹⁵. Този коефициент е един от показателите за анализ на капиталовата структура на предприятието. Прегледът на литературата показва, че се наблюдават различни мнения относно елементите, които следва да бъдат включени в състава на привлечения капитал – само дългосрочните заеми; само заемите (дългосрочни и краткосрочни); всички задължения на предприятието (дългосрочни и краткосрочни). Според нас коефициентът на задължнялост може да се изчислява като отношение на размера на целия привлечен капитал (дългосрочни и краткосрочни задължения – лихвени и безлихвени) към размера на собствения капитал. Това наше виждане се дължи на обстоятелството, че при формирането на финансовия резултат от целокупната дейност на предприятието участват както собственият, така и привлеченият капитал като цяло. Тук ще посочим и мнението на М. Александрова, според която „финансовият риск се поражда от целия лихвен дълг, а не само от дългосрочния.“¹⁶ Тя посочва следните аргументи в полза на своето становище „нетната печалба се променя в различна степен, в зависимост от размера на лихвите като финансови разходи, независимо дали са по дългосрочни, или по краткосрочни кредити; много често предприятията ползват краткосрочни кредити, които обновяват непрекъснато, и по същество си осигуряват дългосрочен ресурс; краткосрочният лихвен дълг присъства постоянно при финансирането на дейността и трудно може да бъде регулиран в съответствие с променящата се пазарна конюнктура.“¹⁷ Бихме добавили, както посочихме по-горе, че при изчисляването на коефициента на задължнялост следва да се вземе под внимание целият размер на привлечения капитал. Също така подкрепяме мнението, че показателите за анализ и оценка на капиталовата структура, в т.ч. и коефициента на задължнялост, следва да се изчисляват въз основа на създадената в предприятието счетоводна информация.¹⁸

В литературата се срещат „различни възгледи и практики за това какви трябва да бъдат максималните стойности на коефициента на ... (задължнялост – доб. Р.И.), като становищата варират от 0,25 до 1,00.“¹⁹

Считаме за необходимо да посочим някои основни въпроси по отношение коефициента на задължнялост, които са с важно значение както за развитието на теорията на финансово-стопанския анализ, така и за стопанската практика.

¹⁵ Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008 г., с. 140.

¹⁶ Александрова, М. Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза, С., УНСС, сп. „Икономически и социални алтернативи“, бр. 1/2013 г., с. 5.

¹⁷ Пак там, с. 5.

¹⁸ Вж. Александрова, М. Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза, С., УНСС, сп. „Икономически и социални алтернативи“, бр. 1/2013 г., с. 5.

¹⁹ Петров, П. Счетоводство и финанси за нефинансови мениджъри, С., изд. „Летера, 2016 г., с. 115 - 116.

На първо място бихме посочили въпроса за ограничаване възможностите за използване на заеман капитал. В подобни случаи е логично очакването за намаляване на размера на привлечения в дейността на предприятието капитал. Същевременно с това, в повечето случаи, ограничените възможности за използване на заеман капитал водят до значително увеличаване на цената на привлечения капитал. Възниква необходимост финансовият мениджмънт перманентно да анализира и оценява както равнището на рентабилност на активите, така и равнището на вътрешния лихвен процент. Увеличаването на цената на привлечения капитал, при равни други условия, оказва отрицателно влияние и води до намаляване на счетоводната печалба, а чрез нея и на балансовата печалба на предприятието, вследствие на което намаляват както брутната, така и нетната рентабилност на база активи. При това е необходимо да се анализира разликата между общата рентабилност на активите (ROTA) и вътрешния лихвен процент (I%), като тя следва да бъде положителна величина, т.е. $(ROTA - I\%) > 0$. Както е посочил Н. Николов, „ефектът на лоста е положителен, когато възвръщаемостта на инвестициите е по-висока от лихвения процент.“²⁰ Само в този случай ефектът на финансовия лост ще бъде положителен и рентабилността на собствения капитал ще бъде по-висока от общата рентабилност на активите.

На второ място, в практиката се срещат ситуации, при които се наблюдава увеличаване на размера на привлечения капитал. Действието на ефекта на финансовия лост показва, „че теоретически погледнато фирмата ще е заинтересована да ограничи използването на собствен капитал и да разшири полето на заемния капитал.“²¹ Положителният момент тук е, че привлеченият капитал може да окаже положително влияние и да доведе до увеличаване равнището на възвръщаемост на собствения капитал. Но при тези ситуации могат да възникнат редица отрицателни за предприятието последици. Едно от тях е, че увеличението на размера на привлечения капитал води до намаляване на финансовата независимост на предприятието от външни кредитори. И тук се крият различни рискове. Както е посочил Н. Николов, „непредвидени промени в качеството и обема на производството или в търсенето и предлагането на пазара ще поставят бързо във финансова зависимост фирмата от нейните кредитори и тя може дори да банкрутира.“²² Според нас влияние оказват и други фактори върху подобряването или влошаването на финансовата независимост на предприятието, като например ускоряването или забавянето на обръщаемостта на привлечения капитал и преди всичко на привлечения краткосрочен капитал. Като следствие на посоченото по-горе, при равни други условия, се наблюдават промени и в стойностите на всички други показатели, характеризиращи общата структура на капитала.²³ Също така увеличаването на размера на привлечения капитал и неговия

²⁰ Николов, Н. Финансов анализ, В., изд. Princeps, 1995 г., с. 153.

²¹ Пак там, с. 154.

²² Николов, Н. Финансов анализ, В., изд. Princeps, 1995 г., с. 154.

²³ Става дума за показателите: коефициент на автономност (коефициент на независимост); коефициент на финансова зависимост; коефициент на финансова автономност; коефициент на задлъжнялост; коефициент на постоянния капитал. Показателите за анализ и оценка на общата структура на капитала са относителни показатели и са част от системата от абсолютни и относителни показатели, характеризиращи степента на финансова стабилност на предприятието.

относителен дял в общия капиталов ресурс на предприятието е обективна предпоставка и може да доведе до влошаване на финансовата стабилност, в резултат на което да се увеличи рискът от търговска несъстоятелност и фалит на предприятието. В тази връзка следва да се подчертае, че „дългът увеличава както печалбата, така и риска. Мениджърите трябва да поддържат подходящия баланс между двете“²⁴, както и че на практика „съществува баланс между риска и възвръщаемостта.“²⁵

На трето място, определен интерес представлява съотношението между дългосрочния и краткосрочния привлечен капитал. Привлеченият дългосрочен капитал, в съответствие със златното правило за финансиране на бизнеса, е предназначен за инвестиране в придобиването на дълготрайни активи, като тези инвестиции преди всичко се насочват към придобиването на дълготрайни материални активи, а в определени случаи и на дълготрайни нематериални активи. Подкрепяме мнението, че влиянието на увеличението на дълготрайните активи вследствие на големи капиталови вложения може също да бъде оценено от гледна точка на постигнатите финансови резултати.²⁶ С важно значение е ефективността от използването на дълготрайните материални активи и конкретно стойностите на коефициентите на натовареност и на поглъщаемост на дълготрайните материални активи. При положение че с един лев дълготрайни материални активи се произвежда по-голям стойностен обем продукция, работи и/или услуги, спрямо сравнявания период (преди инвестирането на привлечения дългосрочен капитал в дълготрайни материални активи), то това е обективна предпоставка за увеличаване на нетните приходи от продажби, печалбата от продажби, балансовата печалба и рентабилността на активите на предприятието. Но и тук възниква необходимостта разликата между общата рентабилност на активите и вътрешния лихвен процент да бъде положителна величина, т.е. ефектът на финансовия лост да е положителен.

На четвърто място, определен интерес представлява ефективността от използването на привлечения краткосрочен капитал. Предназначението на този капитал е да бъде инвестиран в краткотрайни активи – това са оборотните средства на предприятието. В условия на криза и нарушаване на продажбите се наблюдава намаляване на нетните приходи от продажби, в резултат на което намалява печалбата от продажби, а следователно и балансовата печалба на предприятието. Като резултат се влошава равнището на рентабилност на активите на предприятието. Отново задача на финансовия мениджмънт на предприятието е да поддържа положителната стойност на разликата между общата рентабилност на активите и вътрешния лихвен процент, т.е. положителната величина на ефекта на финансовия лост.

2) Влияние на промените в общата рентабилност на активите

Споделяме мнението, че възвръщаемостта на общите активи е „най-значимият лост за задвижване на възвръщаемостта на собствения

²⁴ Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008 г., с. 144.

²⁵ Пак там, с. 148.

²⁶ Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008 г., с. 98.

капитал; основен показател за оперативна ефективност; коефициент, върху който мениджмънтът има най-голям контрол.²⁷ Именно от гледна точка „на мениджърите, съотношението между нетната печалба и общите активи е основното финансово съотношение, което характеризира степента на доходност на активите. (...) Основният механизъм, с който разполагат мениджърите, са активите. (...) целта на този механизъм е постигането на бъдеща стопанска изгода, т.е. генерирането на печалби. (...) често пъти, забравяйки за същинската роля на активите, мениджмънтът на всяко предприятие стига до ситуацията, в която се „притежават“ активи, но поради слабост в управлението те не могат да изпълняват своята основна функция – да са носители на бъдеща стопанска изгода.“²⁸ Поддържаеме становището, че „възвръщаемостта на общите активи е най-всеобхватният показател за резултатите на мениджмънта“²⁹, както и че коефициентът на обща рентабилност на активите „показва колко добре мениджърите използват наличните активи за генериране на оперативна печалба.“³⁰ С основание може да се посочи, че „възвръщаемостта на общите активи дава необходимата основа, за да може една компания да постигне добра възвръщаемост на собствения капитал. Компания, която няма добра възвръщаемост на общите активи, трудно може да генерира задоволителна възвръщаемост на собствения капитал.“³¹ Считаме за необходимо да отбележим, че от използването на активите се генерира печалба за предприятието независимо от използваните източници за тяхното финансиране. Споделяме мнението, че предназначението на активите на предприятието е да „произвеждат печалба независимо от метода за получаването им (независимо от източниците за тяхното придобиване – собствен и/или привлечен капитал – доб. Р.И.).“³²

3) Влияние на промените във вътрешния лихвен процент. Когато предприятието използва заеман капитал в дейността си, е необходимо да се следят промените в лихвени проценти по кредитите. Увеличението на лихвения процент по кредитите води до отрицателни промени в разликата между общата рентабилност на активите и вътрешния лихвен процент. Тази разлика може да стане отрицателна величина, в резултат на което рентабилността на собствения капитал ще бъде по-малка от рентабилността на активите на предприятието. Това е така, защото част от постигнатата от предприятието печалба ще бъде „употребена“ за покриване на цената на заемния капитал – увеличения лихвен процент по кредитите.

3. Петфакторен модел за анализ на ефекта на финансовия лост

С оглед постигане на по-голяма задълбоченост на анализа и обвързване на различните аспекти на дейността на предприятието

²⁷ Пак там, с. 82.

²⁸ Петров, П. Практически анализ на финансовите отчети (концепция и примери), С., „Сиела Норма“ АД, 2014 г., с. 109.

²⁹ Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008 г., с. 76.

³⁰ Пак там, с. 76.

³¹ Пак там, с. 76.

³² Пак там, с. 76.

моделът на ефекта на финансовия лост може да се разшири в различни насоки. Разширените и усъвършенствани модели за анализ на ефекта на финансовия лост позволяват да се установяват силата и посоката на влияние на различни фактори, характеризиращи структурата на активите, ускоряването или забавянето на обръщаемостта на краткотрайните активи, ефективността от използването на дълготрайните активи, забавянето или ускоряването на обръщаемостта на привлечения и на собствения капитал, нетната рентабилност на база приходи и др. Това са фактори, които по същество оказват влияние върху промените в трите основни фактора – промените в коефициента на задлъжнялост; промените в общата рентабилност на активите; промените във вътрешния лихвен процент.

Общата рентабилност на активите може да се представи по следния начин:

$$ROTA = \frac{(P^n + I^e) \times 100}{A} = \frac{(P^n + I^e) \times 100}{TI} \times \frac{TI}{CA} \times \frac{CA}{A} = R^{TI} \times K^O \times K^M, \text{ където:}$$

TI – обща сума на приходите;

CA – среден размер на краткотрайните активи;

$R^{TI} = \frac{(P^n + I^e) \times 100}{TI}$ – нетна рентабилност на база приходи;

$K^O = \frac{TI}{CA}$ – коефициент на обръщаемост на краткотрайните активи;

$K^M = \frac{CA}{A}$ – коефициент на маневреност на активите.

В случая ефектът на финансовия лост може да се представи със следната формула:

$$E = K^d \times (ROTA - I\%) = K^d \times (R^{TI} \times K^O \times K^M - I\%).$$

От тази формула се вижда, че върху промените в ефекта на финансовия лост влияние оказват следните фактори:

- 1) промени в коефициента на задлъжнялост;
- 2) промени в нетната рентабилност на база приходи;
- 3) промени в коефициента на обръщаемост на краткотрайните активи;
- 4) промени в коефициента на маневреност на активите;
- 5) промени във вътрешния лихвен процент.

По входните данни, представени в таблица 1, е съставена таблица 2.

Таблица 2. Разширен модел за анализ на ефекта на финансовия лост

Показатели	Предходна година	Текуща година	Отклонение (+, -)	%
1. Нетна рентабилност на база приходи, % [(п.3 + п.2а) : п.1] x 100	16,7212	26,0908	9,3696	156,03
2. Коефициент на обращаемост на краткотрайните активи, лв. (п.1 : п.5б)	0,4318	0,4451	0,0134	103,09
3. Коефициент на маневреност на активите, лв. (п.5б : п.5)	0,3833	0,3784	-0,0050	98,70
4. Обща рентабилност на активите, %				
а) модел 1 – от таблица 1	2,7677	4,3942	1,6265	158,77
б) модел 2 – от таблица 2 (п.1 x п.2 x п.3)	2,7677	4,3942	1,6265	158,77
5. Ефект на финансовия лост, %				
а) модел 1 - $E = K^d \times (ROTA - I\%)$	0,2248	1,3982	1,1734	621,95
б) модел 2 - $E = K^d \times (R^{TI} \times K^O \times K^M - I\%)$	0,2248	1,3982	1,1734	621,95

Влиянието на факторите може да се установи по метода на последователното заместване. За целта е формирана системата от величини, както следва:

$$E^0 = 0,5960 \times (16,7212 \times 0,4318 \times 0,3833 - 2,3905) = 0,2248 \%$$

$$E^{usl.1} = 0,6203 \times (16,7212 \times 0,4318 \times 0,3833 - 2,3905) = 0,2340 \%$$

$$E^{usl.2} = 0,6203 \times (16,7212 \times 0,4318 \times 0,3833 - 2,1401) = 0,3893 \%$$

$$E^{usl.3} = 0,6203 \times (16,7212 \times 0,4318 \times 0,3784 - 2,1401) = 0,3670 \%$$

$$E^{usl.4} = 0,6203 \times (16,7212 \times 0,4451 \times 0,3784 - 2,1401) = 0,4194 \%$$

$$E^1 = 0,6203 \times (26,0908 \times 0,4451 \times 0,3784 - 2,1401) = 1,3982 \%$$

1) Влияние на промените в коефициента на задлъжнялост:

$E^{usl.1} - E^0 = 0,2340 \% - 0,2248 \% = + 0,0092$ пункта увеличение на ефекта на финансовия лост под влияние на увеличението на коефициента на задлъжнялост с 0,0243 лв. (0,6203 - 0,5960) – на всеки един лев собствен капитал за текущата спрямо предходната година предприятието е инвестирало 0,0243 лв. повече привлечен капитал.

2) Влияние на промените във вътрешния лихвен процент:

$E^{usl.2} - E^{usl.1} = 0,3893 \% - 0,2340 \% = +0,1553$ пункта. Под влияние на намалението на вътрешния лихвен процент с $-0,2504$ пункта ($2,1401 - 2,3905$) ефектът на финансовия лост се е увеличил с $0,1553$ пункта.

В резултат на общото влияние на двата фактора (промени в коефициента на задлъжнялост и промени във вътрешния лихвен процент), произтичащи от използването на привлечен капитал в дейността на предприятието, ефектът на финансовия лост се е увеличил с $0,1645$ пункта, което е оказало и положително влияние върху рентабилността на собствения капитал.

3) Влияние на промените в коефициента на маневреност на активите на предприятието. Този коефициент изразява относителния дял на краткотрайните активи, които са бързообръщаеми и бързоликвидни активи, в състава на общия размер на активите на предприятието.

$E^{usl.3} - E^{usl.2} = 0,3670 \% - 0,3893 \% = -0,0223$ пункта. Под влияние на намалението на относителния дял на краткотрайните активи в общия размер на активите ($0,3784 - 0,3833$) ефектът на финансовия лост се е намалил с $0,0223$ пункта.

4) Влияние на промените в коефициента на обръщаемост на краткотрайните активи. Този коефициент показва броя на оборотите, извършени от краткотрайните активи по време на анализирания период. В резултат от ускоряването на обръщаемостта на краткотрайните активи в предприятието се формира свободна наличност от оборотни средства, която може да бъде инвестирана в различни дейности съобразно целите и вижданията на мениджмънта. В случай на забавяне на обръщаемостта на краткотрайните активи предприятието изпитва недостиг от оборотни средства, за набавянето на които могат да се използват привлечени капиталови източници. Но в този случай следва да се отчетат и промените, които биха настъпили в коефициента на задлъжнялост и във вътрешния лихвен процент, както и в разликата между общата рентабилност на активите и вътрешния лихвен процент, която трябва да е положителна величина.

$E^{usl.4} - E^{usl.3} = 0,4194 - 0,3670 = +0,0524$ пункта. В разглеждания случай е налице ускоряване на обръщаемостта на краткотрайните активи, тъй като през текущата спрямо предходната година тези активи са извършили с $0,0134$ повече обороти ($0,4451 - 0,4318$). В резултат на ускоряването на обръщаемостта на краткотрайните активи ефектът на финансовия лост се е увеличил с $0,0524$ пункта.

5) Влияние на промените в нетната рентабилност на база приходи.

$E^1 - E^{usl.4} = 1,3982 \% - 0,4194 \% = +0,9788$ пункта. Под влияние на увеличението на нетната рентабилност на база приходи с $9,3696$ пункта ($26,0908 - 16,7212$) ефектът на финансовия лост се е увеличил с $0,9788$ пункта.

Общото влияние на петте фактора е довело до увеличението на ефекта на финансовия лост с $1,1734\%$ [$(+0,0092) + (0,1553) + (-0,0223) + (0,0524) + (+0,9788)$], т.е. толкова, колкото установихме в таблица 2.

Заклучение

Получената информация от анализа на ефекта на финансовия лост е полезна за мениджмънта на предприятието при вземането на решения за управление доходността на собствения капитал. Като резултат от изследването могат да се формулират следните по-важни изводи, които дефинират полезността на тази информация:

1) създават се обективни възможности за управление доходността на собствения капитал под влияние на промените в капиталовата структура на предприятието, изразени чрез коефициента на задлъжнялост на предприятието;

2) размерът на привлечения капитал, в т.ч. дългосрочните и краткосрочни лихвени задължения, оказва влияние както върху величината на вътрешния лихвен процент, така и върху коефициента на задлъжнялост;

3) разликата между общата рентабилност на активите и вътрешния лихвен процент определя положителния или отрицателния ефект на финансовия лост;

4) при положение че ефектът на финансовия лост е положителен (общата рентабилност на активите е по-голяма от вътрешния лихвен процент), то рентабилността на собствения капитал е по-голяма от рентабилността на общите активи;

5) ускоряването на обращаемостта на краткотрайните активи е фактор, който води до увеличаване на положителния ефект на финансовия лост;

6) относителният дял на краткотрайните активи в общия размер на активите (коефициент на маневреност на активите) характеризира структурата на активите на предприятието и оказва влияние върху ефекта на финансовия лост.

Анализът може да се насочи към задълбочаване изучаването на коефициента на задлъжнялост във връзка с обращаемостта поотделно на краткосрочния и на дългосрочния привлечен капитал, както и към изследване на собствения основен и собствения оборотен капитал. По същество това са фактори, които оказват влияние върху настъпилите промени в коефициента на задлъжнялост, в ефекта на финансовия лост и в рентабилността на собствения капитал.

Анализът може да се задълбочи и към установяване влиянието на ефективността от използването на дълготрайните активи върху промените в ефекта на финансовия лост и рентабилността на собствения капитал. Вниманието следва да бъде насочено към факторите, оказали влияние върху промените в ефективността от използването на дълготрайните активи на предприятието и на елементите от техния състав.

Библиографска справка:

1. Александрова, М. Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза, С., УНСС, сп. „Икономически и социални алтернативи“, бр.1/2013.
2. Добрев, Д. Учение за отделното стопанство, С., 1941.
3. Добрев, Д. Икономика на предприятието, С., изд., „Наука и изкуство“, 1949.
4. Николов, Н. Финансов анализ, В., изд. Princesps, 1995.
5. Петров, П. Практически анализ на финансовите отчети (концепция и примери), С., изд. „Сиела Норма“ АД, 2014.
6. Петров, П. Счетоводство и финанси за нефинансови мениджъри, С., изд. „Летера, 2016.
7. Уоли, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта, С., изд. „ИнфоДАР“ ЕООД, 2008.

ABOUT THE FINANCIAL LEVERAGE EFFECT AND THE METHODS FOR ITS ANALYSIS

Assoc. Prof. Rositsa Ivanova, PhD

UNWE, Accounting and Analysis Department

Summary

The issue of capital structure is relevant and important for the enterprise's business at all stages and phases of its development. Depending on the amount of equity and borrowings, and their relative shares in the total capital resources, respectively, held by and available to the enterprise, the profit balance for the owners would vary.

On one hand, the book profit is an equity item, and on the other hand, it is involved in the calculation of the return on equity and is a direct factor that has impact on its dynamics. As an equity item, the book profit has direct effect on the values of indicators that characterize the general capital structure – autonomy ratio, financial dependence, financial autonomy, indebtedness and fixed capital.

The object of this publication refers to the financial leverage effect. Such effect is analysed and assessed from two perspectives. Firstly, it is considered as a separate object of the analysis, i.e. as a resultative indicator. Initially, such analysis identifies the power and direction of the direct factors' impact on the changes of the financial leverage effect: changes in debt ratio; changes in total return on assets and changes in the internal interest rate. Through the method of determinant factor modeling, the author outlines and presents an expanded model, which allows to analyse and assess the impact of the following factors on the change of the financial leverage effect:

- 1) changes in the debt ratio;*
- 2) changes in net revenue-based return;*
- 3) changes in turnover rate of short-term assets;*
- 4) changes in the assets' maneuver ratio;*
- 5) changes in the internal interest rate.*

Secondly, the financial leverage effect is analysed as a factor that has influence on the change of the enterprise's return on equity. Such analysis identifies and assesses the impact of the above factors on the changes that have occurred in the return on equity. Based on the information generated during the analysis, the financial management is able to design and make justified and proper decisions for the management of the return on equity.

Keywords: *financial leverage effect, model, methodology; analysis; factors; return*