



АВТОРЕФЕРАТ НА ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД

ВЪЗДЕЙСТВИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ПОДХОДИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ ВЪРХУ РАСТЕЖА И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА МСП

за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по научна специалност „Световно стопанство и МИО (Международни финанси)“, професионално направление 3.8. Икономика

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

Факултет: Международна икономика и политика

Катедра: МИО и бизнес

СОФИЯ, 2022 г.

Научен ръководител: Проф. д-р Светлана Александрова

**Докторант
Деан Иванов**

Дисертационният труд е обсъден и допуснат до защита на разширено заседание на Катедра „МИО и бизнес“ към Факултета „Международна икономика и политика“ на УНСС, състояло се на 16 декември 2021 г.

Авторът на дисертационния труд е докторант обучаващ се в задочна форма към катедра „МИО и бизнес“ при УНСС – гр. София.

Дисертационният труд съдържа 207 страници, от които увод – 6 страници, основен текст (3 глави) – 174 страници, изводи и заключение – 5 страници, библиография и приложения – 13 страници, 39 броя таблици, 35 броя фигури и литература, включваща 211 източника на български и чуждестранни автори, документални и интернет източници.

Защитата на дисертацията ще се състои на 19.04.2022 г. от 10:00 часа в зала 2032-А на УНСС на открито заседание на научно жури в състав:

1. проф. д-р Светлана Колева Александрова-Златанска
2. доц. д-р Паскал Неделчев Желев
1. проф. д-р Татяна Стефанова Хубенова-Делисивкова
2. проф. д-р Теодора Маринова Георгиева
3. доц. д-р Даниела Венциславова Георгиева

Автор: ДЕАН ВАЛЕНТИНОВ ИВАНОВ

Заглавие: ВЪЗДЕЙСТВИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ПОДХОДИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ
ВЪРХУ РАСТЕЖА И КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА МСП

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Актуалност и значимост на изследваната проблематика

Малките и средните предприятия /МСП/ играят жизненоважна роля за иновативността, икономическият растеж и конкурентоспособността на Европейския съюз. МСП представляват 99% от предприятията, наемат повече от 2/3 от работната сила в ЕС. За да могат МСП да участват активно в подпомагането на иновациите, дигитализацията и да допринесат за икономическия растеж в ЕС, те имат нужда от подходящи механизми за финансиране. Един от проблемите на малките и средни предприятия в ЕС е достъпът до финансиране и осигуряване на подходящите финансови продукти.

От една страна, стои проблемът с ниския обем на финансиране с дялов капитал в Европа спрямо САЩ, където са концентрирани инвестициите от рисковите компании. В Европа МСП продължават да се финансират от банките и по-бавно да навлизат алтернативни модели за финансиране. Финансирането на дейността на МСП отслабва по време на финансови кризи и на внезапни икономически и непредвидени външни шокове, например като (КОВИД пандемията). Информационната асиметрия и високите изисквания на банките за обезпечения също са бариери пред МСП за финансиране.

За разлика от големите предприятия, МСП са гъвкави, що се отнася до технологичните промени, по-добрата адаптивност към колебанията на търсенето на пазарите и новите изисквания на клиентите, както и организационната им структура позволява по-бързо вземане на решения. Независимо от това, за да достигнат своя пълен потенциал, МСП се нуждаят от стабилност на финансирането, за да инвестират в технологии, които осигуряват техния растеж и конкурентоспособност. Именно, приета през 2008 г. европейска инициатива „Small Business Act“, разглежда прилагането на принципа „Първо, мисли в малък мащаб“ по отношение на приемането на политики, регламенти и политически мерки, които трябва да предлагат подкрепа за нуждите на МСП. От 2010 г. насам Европейският парламент приема редица инициативи, които развива в политики като: политика на общността за стимулиране на иновациите, дигитализацията, цифровата трансформация, Индустрия 4.0, с цел засилване на конкурентоспособността и бизнес възможностите в Европейската икономика. Европейските политики се прилагат на национално ниво чрез програми за финансиране на стартиращи

компании или такива в развитие, изграждане на технологични логистични центрове, подкрепа на МСП да станат високотехнологични и конкурентоспособни. Европейската Комисия съвместно с Европейската Инвестиционна Банка разработиха финансови инструменти за улесняване на финансирането на МСП, които успешно се прилагат. Именно финансирането е един от факторите предприятия да станат конкурентоспособни и дългосрочно финансово устойчиви.

Преглед на изследвана проблематика

Насоки за развитие на МСП в България и на иновациите са посочени в „Националната стратегия за малките и средните предприятия“ и „Иновационна стратегия за интелигентна специализация“ на Република България 2014-2020 г. Редица са публикациите и изследванията за конкурентоспособността, за финансирането на МСП, на Института за икономически изследвания към БАН.

Различни аспекти от темата за конкурентоспособността на икономиката и на предприятията, както някои теоретични подходи към финансовите инструменти и други отделни аспекти от обхвата на настоящата работа, са засегнати и анализирани от редица български учени и автори, специализирани в областта на финансите, банковото дело и международните финансови отношения: Проф. д-р К. Ганев, проф. д-р С. Трифонова, проф. д-р Св. Александрова, доц. д-р С. Кирова, проф. д-р С. Керемидчиев, доц. д-р П. Желев, проф. д-р Т. Хубенова, проф. д-р Т. Георгиева, доц. д-р Д. Георгиева, проф. д-р Н. Щерев, проф. д-р С. Тотев, д-р Ц. Цанов и много други учени и експерти.

Редица чуждестранни автори изследват проблематиката относно финансирането, конкурентоспособността и растежа на МСП. Сред тях Модилиани и Милър, Kraus, A.; Litzenger, R.H, Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S, Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey, които изследват капиталовата структура на предприятията. Schumpeter, Gurley and Shaw, Goldsmith, McKinnon, Мертън Милър, Робърт Лукас, Нуриел Рубини, изследват растежа и финансирането на предприятията, а Porter, Wernerfelt, Prahalad и Hamel, Barney, Chandler, Ansoff конкурентоспособността.

Позовавайки се на натрупаната научна литература, настоящата разработка се стреми да обхване някои по-малко изследвани или неизследвани в българската и чуждестранната икономическа литература въпроси, свързани с

влиятието на новите финансови подходи върху конкурентоспособността и растежа на МСП.

Обект на изследване на настоящия дисертационен труд са съвременните подходи на финансиране на МСП.

Предмет на изследването е въздействието на финансирането върху конкурентоспособността и растежа на МСП в ЕС и България. В частност, се разглеждат източниците, видовете, условията, съответните инструменти и подходи на финансиране.

Цели и задачи на изследването

Основна цел на дисертацията е въз основа на теоретико-емпиричен анализ да изследва ефектите на различните модели на финансиране, върху растежа и конкурентоспособността на МСП и да се разкрие дисбаланса между търсене и предлагане на финансови продукти за МСП и доколко новите подходи за финансиране са алтернатива за улесняване на достъпа до финансови ресурси от банковия сектор и капиталовия пазар.

Във връзка с постигането на целта могат да се определят следните задачи:

Целите ще бъдат постигнати с изпълняването на следните задачи:

- Да се представят основните характеристики и източниците на финансиране на МСП, и тенденциите в развитието на финансирането на МСП.
- Да се анализират моделите на финансиране на МСП, както навлезналите в практиката алтернативни на банковото финансиране модели и ефектите им на въздействия върху растежа на МСП.
- Оценка на моделите за финансиране и на ефектите им върху растежа и конкурентоспособността на МСП, чрез структуриране на линейните регресионни модели.

Изследователска теза и хипотези

Тезата на настоящия дисертационен труд е: финансирането на МСП е определящ фактор за растежа, конкурентоспособността и интернационализацията на предприятията. Използването на финансови инструменти в рамките на политиката на ЕС стимулират растежа и технологичната трансформация на МСП, и улесняват достъпа до финансиране за МСП.

Хипотеза 1. Стойността на инвестициите на МСП в ДМА и износьт на предприятията имат благоприятен ефект за повишаването на БВП на национално ниво.

Хипотеза 2. Зависимостта между добавената стойност по факторни разходи на МСП и разходите за НИРД на МСП, в България е положителна.

Хипотеза 3. Доколко стойността на износа на МСП се влияе от дългосрочното средносрочното и краткосрочното кредитиране.

Хипотеза 4. Доколко финансирането на МСП чрез финансови инструменти предлагани от ЕИБ са довели до растеж на инвестициите на МСП.

Методология и ограничения на изследването

Основните ограничения на изследването са свързани с неговия териториален и времеви обхват, както и с качеството, и количеството на използваните емпирични данни. Като най-значимото ограничение са данните, именно използването на повече дезагрегирани данни /данни на ниво фирма/, като например общи активи, възраст на фирмата, производителност на труда или показатели за интернационализация, би позволило да се улови в по-голяма степен въздействието на финансовите инструменти върху растежа и конкурентоспособността на МСП. Като се има предвид, че хетерогенният характер на МСП зависи от размера на икономическата активност на регионите, регионалните ефекти, не са взети предвид.

С цел да бъде изследвано въздействието на финансирането върху конкурентоспособността и растежа на МСП в ЕС и България в настоящия дисертационен труд приложение намира използването на многофакторния регресионен анализ като количествен изследователски метод. Използваните независими променливи са подбрани така, че да съответстват на показателите свързани с растежа и конкурентоспособността на предприятията, и на спецификите на икономиката на страната: това са стойността на ДМА и на разходите за НИРД, създадените инвестиции след финансиране на предприятията, броя на финансирани инвестиционни проекти за програмния период 2007-2015¹, динамиката на БВП, износьт и кредитната активност на банковия сектор за периода 2008г.-2019 г. Съставените регресионни уравнения имат за цел да изведат статистическата зависимост и силата на влияние на тези

¹ Към момента на изследването липсват данни за 2014-2020, поради неналичие на окончателен доклад за изпълнение на програмите финансирани от ЕС.

фактори (независими променливи) върху показателите за конкурентоспособността, и растежа на МСП, и на инвестициите (резултативни променливи) за периода.

Проучването включва преглед и анализ на теоретични концепции, публикации, и бази от данни с информация за финансирането на МСП (НСИ, Евростат, ЕЦБ, ЕИБ, ОИСП, SAFE, Statista и др.).

Използвани са научни методи-методи на анализ и синтез, обобщение и дедукция.

Структура на изследването

Дисертационният труд е структуриран в увод, изложение в три глави, заключение, приложения и списък на използваната литература.

В рамките на Първа глава са очертани теоретико-методологичните основи на изследването по отношение на капиталовата структура, конкурентоспособността и растежа на предприятията, видовете алтернативни и традиционни подходи на финансиране. Открити са и ефектите на моделите на финансиране за разрастване на дейността на МСП, и за улесняване на достъпа им до финансови ресурси. Изведени са основните теоретични аспекти по отношение на структуриране, подходи за финансиране на МСП и финансови инструменти. Открита е връзката между финансирането и конкурентоспособността на МСП.

Във Втора глава са представени основните характеристики на предприятията в ЕС, на финансирането посредством дялови и дългови инструменти. Също така е представена ролята на финансовите инструменти предоставяни от ЕС за преодоляване на проблемите с недофинансирането на МСП.

Трета глава разглежда последователно основните тенденции на финансирането на МСП в България, ефектите от прилаганите финансови инструменти върху инвестициите, износа и растежа на предприятията посредством регресионен анализ. Разработен е модел от регресионни уравнения които, показват зависимостта между инвестициите в МСП и растежа на БВП, и на износа, влиянието на кредитирането върху износа, и ефекта от оперативните програми насочени към МСП върху създаването на инвестиции от страна на предприятията.

Резултатите от структурираните регресионните уравнения показват достоверността на формулираните изследователски хипотези, т.е. приемат ли се или се отхвърлят.

В заключението са систематизирани основните изводи от направените анализи в отделните глави на дисертацията. Също така са формулирани и основните приноси на дисертационния труд.

В Приложенията са предоставени всички данни използвани в регресионните модели и съответно стойността на регресионните коефициенти.

Списък на публикациите по дисертацията:

Иванов, Деан, Алтернативни и традиционни модели на финансиране на МСП в Европейския съюз, научна конференция „Членството на България в Европейския съюз: дванадесет години по-късно“, публикувана 2020 г., стр. 187-193, Print-ISBN-13: 978-619-232-370-7

Иванов, Деан, Първично монетно предлагане същност на модела на финансиране и регулаторна рамка в Европейския съюз, научна конференция „Членството на България в Европейския съюз: единадесет години по-късно“, публикувана 2019 г., стр. 405-410, Print-ISBN-13: 978-619-232-244-1

Иванов, Деан, Програма за развитие на селските райони в България за периода 2014-2020: предизвикателства и бъдеще, научна конференция „Членството на България в Европейския съюз: единадесет години по-късно“, публикувана 2019 г., стр. 493-499, Print-ISBN-13: 978-619-232-244-1

Иванов, Деан, Развитие на българския капиталов пазар след влизането на България в Европейския съюз, научна конференция „Членството на България в Европейския съюз: десет години по-късно“, публикувана 2018 г., стр. 137-146, Print-ISBN-13: 978-619-232-111-6

Иванов, Деан, съавторство в колективна монография на тема „Съвременни аспекти на регулирането на финансовите пазари“, публикувана 2020 г., стр. 86-118, Print-ISBN-13: 978-619-232-350-9, Издателски комплекс – УНСС, София 2020 г.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е структуриран в увод, изложение в три глави, заключение, приложения и списък на използваната литература. Съдържанието е структурирано в следната последователност:

УВОД

I. ПЪРВА ГЛАВА: Теоретични аспекти на финансиране на бизнеса

1. Финансиране на бизнеса

1.2 Финансиране на бизнеса – същност и характеристика

2. Преглед на теориите за финансиране на бизнеса

2.1 Теории за капиталовата структура на предприятието

2.2 Теории за растежа и конкурентоспособността на МСП

2.3 Теории за конкурентоспособност и финансиране

3. Подходи за финансиране и развитие на МСП

3.1. Фактори ограничаващи финансирането на МСП

4. Традиционни и алтернативни източници за финансиране на МСП

4.1 Традиционни източници на финансиране

4.1.2 Схеми за гарантиране на кредити-теоретични аспекти

4.2 Алтернативни източници на финансиране:

4.2.1 Дялово финансиране

4.2.2 Инвестиционно групово финансиране /Crowdfunding/

4.2.3 Дългови инструменти

Изводи от първа глава:

II. ВТОРА ГЛАВА: Подходи и финансови инструменти за финансиране на МСП

1. Характеристика на финансирането на бизнеса в ЕС

1.1 Характеристика на МСП в ЕС

2. Дългово финансиране на МСП в ЕС

2.1 Схеми за кредитни гаранции

2.2 Дългово финансиране

3. Дялово финансиране на МСП в ЕС

3.1 Динамика на дялово финансиране

4. Роля на финансовите инструменти в ЕС за преодоляване на недофинансирането на МСП

Изводи от втора глава:

III. ГЛАВА ТРЕТА: Въздействие на подходите на финансиране върху конкурентоспособността и растежа на българските МСП

2.2 Характеристики на финансирането на МСП в България

3. Анализ на факторни зависимости определящи растежа на МСП-емпирични констатации и изводи

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Библиографска справка

ПРИЛОЖЕНИЯ

Данни използвани в регресионния анализ

II. ПЪРВА ГЛАВА

ТЕОРЕТИЧНИ АСПЕКТИ НА ФИНАНСИРАНЕ НА БИЗНЕСА

Първа глава на дисертационния труд представя в обобщен и синтезиран вид основни теоретични концепции за финансирането на предприятията на базата на проведено проучване на литературните източници по темата. Финансирането на бизнеса е необходимост, за да бъде конкурентен и адаптивен към динамиката на националните, и международните пазари, и на технологичните иновации. Осигуряването на достатъчен ресурс е съществено за разширяване на дейността на предприятията, за инвестиции в технологии и иновации, което води до устойчив ръст на икономиката. В концепциите свързани с финансирането на предприятията се изтъкват като фактори – капиталовата структура и жизнения цикъл на развитие на фирмата, които са определящи за подхода за финансиране.

В дисертационния труд са открити три основни групи теории за финансиране на предприятията:

1. Теории за капиталовата структура на предприятията:

Първата основна теория от тази група е йерархичната теория, според която предприятията се придържат към йерархия на източниците на финансиране и предпочитат вътрешно финансиране пред външното.

При компромисната теория, финансирането с дълг има предимство, а именно се изтъква данъчната изгода от дълга.

Теорията на Модigliani и Милър гласи, че цената на собствения капитал на дружество, което ползва заемни средства е равна на цената на собствения капитал на дружество което не използва заеман капитал, плюс добавената премия за финансовия риск.

Според хипотезата на пазарната синхронизация предприятията избират модел на финансиране, към момент, който е по-изгоден според финансовите пазари.

2. Теории за растежа и конкурентоспособността:

До началото на 80-те икономистите не са единодушни относно ролята на финансовия сектор за икономическия растеж, докато неоструктуралистите не отправят критики към школата на McKinnon-Shaw и прогнозираят, че финансовата либерализация ще доведе до забавяне на растежа. Теорията, която

положително свързва финансирането и растежа, се появява в началото на 90-те години като клон на литературата за ендогенния растеж. Концепциите за ендогенния растеж свързват финансите и растежа (King and Levine 1993). Стъпвайки на тази концепция Шумпетер посочва ролята на иновациите, на диверсификацията на финансиране и на технологичното развитие за постигане на ендогенен растеж. В обобщение Шумпетер смята банките и другите финансови институции за посредник между новатори и собственици на капитал. Именно в моделите на ендогенния растеж се откроява връзката между финансирането, икономическия растеж и иновациите.

Въпреки това все още не е ясно както от теоретична, така и от емпирична гледна точка за господстващо виждане за причинно-следствената връзка между двете. Според теориите за растежа и конкурентоспособността, финансите играят важна роля като катализатор за икономическия растеж особено по време на началния етап на развитие на предприятието или държавата. Също така трябва да се отбележи, че връзката между финансиране и растеж е нелинейна. Това означава, че финансите засилват икономическия растеж до определен момент когато се влошава съотношението между дълг/капитал.

3. Теории за конкурентоспособността и финансирането

Конкурентоспособността остава понятие, което не е добре разбрано, въпреки широкото възприемане на неговата значимост. Портър дефинира конкурентоспособността на фирмата като резултат от сравнителните предимства, които тя има спрямо другите фирми на пазара. Възгледът на Портър не е единственият начин да се изследва конкурентоспособността на бизнеса. В научната литература съществуват няколко дефиниции за конкурентоспособност на фирмено ниво. Освен традиционните теории, теориите за компетентността предоставят алтернатива на Портър. Теориите за компетентност включват ресурсно базираната теория, теория на динамичните способности и теория базирана на знанието. Обща характеристика на тези теории е, че те придават решаващо значение „на вътрешните, а не на външните условия на фирмата за разбиране на нейната конкурентна пазарна позиция.

4. Подходи за финансиране и развитие на МСП

Тази част на глава първа разглежда алтернативните и традиционните източници на финансиране, както и факторите ограничаващи финансирането, които налагат необходимостта от дадените подходи на финансиране.

5. Традиционни източници на финансиране

В дисертацията са представени и анализирани основните традиционни източници на финансиране, по-конкретно на банковото финансиране, лизингът и схемите за кредитни гаранции. В разработката се акцентира върху гаранционните схеми, като инструмент за преодоляване на трудностите на предприятията свързани с достъпа до финансиране.

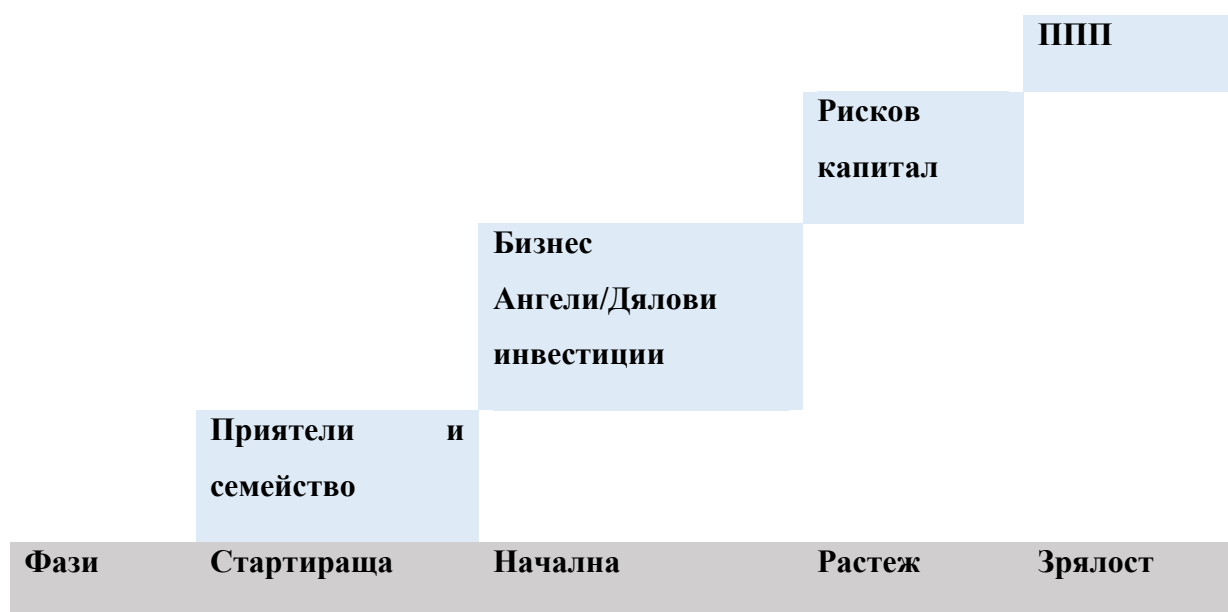
В анализа се установяват следните ползи от гаранционните схеми:

- *Преодоляване на ограниченията свързани с обезпеченията.*
- *Справяне с информационната асиметрия.*
- *Гаранциите се посочват като инструмент на политиката, който създава допълняемост. Гаранциите могат да променят условията при които се отпускат заеми, като позволяват на банките да предоставят повече кредити за по-дълги периоди.*

6. Алтернативни източници на финансиране.

Анализът очертава три основни групи алтернативни подходи на финансиране, дялово, дългово и инвестиционно групово финансиране. При дяловото финансиране се открояват следните източници на финансиране според фазите на жизнения цикъл на предприятието:

Фигура № 1: Финансиране на МСП според фазите на жизнения им цикъл



Източник: <https://thedvsgroup.com/the-ultimate-guide-to-private-equity/>

Посочени са предимствата и недостатъците на дяловите финансови инструменти:

Предимства:

- По-малка финансова тежест за компаниите. Чрез дяловото финансиране се избягва необходимостта от финансиране на бизнеса посредством заемни средства. Това от своя страна дава свобода на мениджмънта да насочва повече пари към разрастване на бизнеса.
- Решаване на проблеми свързани с ограничеността на кредитирането.
- Създава възможност за трансфер на знания от страна на партньорите.

Недостатъци:

- Споделяне на печалбата. Инвеститорите очакват възвращаемост от инвестициите си, съответно дял от печалбата или от собствеността.

- Загуба на контрол над предприятието. Контролът над компанията се споделя с инвеститорите.
- Потенциален конфликт. Споделянето на собствеността и работата с други хора може да доведе до известно напрежение и дори конфликт, ако има различия във визията, стила на управление и начините на управление на бизнеса.

Посочени са трите класификации на инвестиционно групово финансиране или т.нар краудфъндинг, а именно:

- Донорство, базирано на дарения:
- Краудфъндинг, основаващ се на база възнаграждения:
- Дялово групово финансиране/инвеститорите носят риска: в случай на успешно реализирана бизнес идея, доходността може да бъде много привлекателна.

Също така в дисертацията се разглеждат няколко вида алтернативни дългови финансови инструменти:

- Първият вид, е „частно пласиране на дълг“.
- Дългово базираните ценни книжа/*debt based equity*
- Третият модел е („съвместно емитиране на дълг“)

Анализът дава основание за извода, че *характеристиките на МСП* влияят върху техните финансови решения и поведение, и по този начин оказват въздействие върху конкурентоспособността, и растежа им. Като според различните теоретични концепции, на различни етапи от жизнения цикъл на предприятието се изискват различни стратегии за финансиране. Анализът доказва също, че съществува връзка между финансите и икономическия растеж. Въпреки това все още не е ясна причинно-следствената връзка между двете. Обосновава се извода, че финансовите институции поради рисковете от асиметричност на информацията, предлагат високи лихвени проценти на МСП, които оставят значителен брой потенциални кредитополучатели без достъп до заемни средства. Именно публичните гаранционни схеми, са ефективния и необходим модел за подпомагане достъпа до традиционни дългови инструменти на МСП. В заключение за да бъдат конкурентоспособни в съвременните реалности, фирмите трябва да се конкурират в различни измерения, а именно както да проектират и разработват нови продукти, и

маркетингови стратегии, така и да прилагат нови технологии за производство, и дигитализация в маркетинга, и интернационализацията на продуктите .

IV. ГЛАВА ВТОРА

ПОДХОДИ И ФИНАНСОВИ ИНСТРУМЕНТИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА МСП

1. Характеристика на финансирането на бизнеса и на МСП в ЕС

Анализирани са стойностите на основните пасиви и активи на предприятията в ЕС, тяхната платежоспособност и задлъжнялост, както и съотношенията на посочените показатели спрямо БВП. Преди да се анализира необходимостта от финансиране на МСП, съответно ролята на двата основни модела на финансиране, а именно дяловото и дълговото, в дисертацията се разглеждат характеристиките на МСП и тяхната класификация в Европа. По този начин се проследява значимостта на финансовите инструменти за растежа и конкурентоспособността на предприятията. Изследователската цел е на базата на анализ на основните характеристики на МСП да се формулират и обосноват проблемите, тенденциите, и перспективите пред предприятията, и да изпъкне взаимовръзката между иновативност, конкурентоспособност, и растеж. Важен аспект от характеристиките на финансиране МСП е техният избор за финансови инструменти, тъй като моделът на финансиране влияе пряко върху конкурентоспособността и растежа на предприятията, поради големите възможности за финансиране.

2. Дългово финансиране на МСП в ЕС и схеми за кредитни гаранции

В разработката е разгледан проблемът свързан с несъответстващото търсене и предлагане при финансирането на МСП, което традиционните модели за кредитиране не могат да преодолеят. Решението на проблема с несъответстващото търсене и предлагане при финансирането на МСП изисква едновременно диверсификация както на участниците, така и на предлаганите финансови продукти, използвани на финансовите пазари.

Анализът във втора глава установява, че асиметричната информация е основна причина, поради която търговските банки обикновено не са склонни да предоставят заеми на микро и малките предприятия. Именно банките, които кредитират микро и малки предприятия носят по-високи рискове, и за да бъде прехвърлен, и диверсифициран риска се използват гаранциите с цел да стимулират търговските банки да предоставят заеми на МСП.

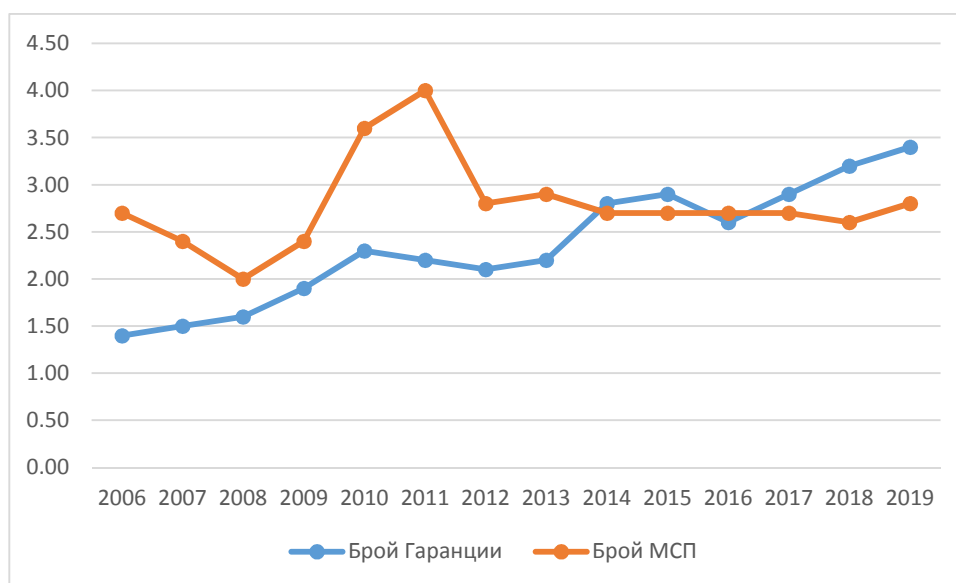
В разработката се разграничават следните гаранционни схеми по заемите:

- Гаранции по заемите установени съгласно правителствена политика:
По-конкретно са дадени примери за гаранционни схеми по заеми в ЕС

финансирани от ЕСФ, портфейлните гаранции с ограничения и без ограничения.

- Схеми за споделено гарантиране: схемите за споделено гарантиране се предоставят от специализирани финансови институции– кооперативни банки, кредитни съюзи, специализирани взаимни кредитни фондове.

Фигура № 2: Развитие на дълговото финансиране с гаранции на кредити за МСП в ЕС, 2006-2019 г.



Източник: Европейска асоциация на гаранционните институции

Анализирана е тенденцията за увеличаване на обема на кредитни гаранционни схеми за МСП, която води до намаляване на лихвите по кредитите за МСП и увеличава обема на заемите насочени към предприятията. Представени са, добри практики и анализ на развитието на гаранционните схеми в Дания, Германия и Италия. Като цяло страните-членки на ЕС водят политика за подкрепа на дълговото финансиране, което води до подобряване на бизнес средата за МСП, съответно тяхната конкурентоспособност. Гаранционните схеми са полезен инструмент за подпомагане на МСП и съответно служат за подобряване на достъпа им до дългово финансиране, но не са единствен инструмент, който подпомага развитието, и конкурентоспособността на предприятията.

Въпреки че „източниците на финансиране за МСП са различни в различните държави, което се дължи отчасти на степента на развитие на финансовия сектор, на макроикономическата среда, както и на броя, и типа на

предприятията, все още банковото кредитиране остава най-разпространената форма на външно финансиране на МСП в почти всички държави в Европа. Също така има значителна разнородност в юрисдикциите на банките, които предоставят финансиране на МСП. Но дори да съществуват различия в банковия сектор между отделните страни, основните характеристики на финансирането са сходни поради общата регулативна рамка в ЕС. В повечето държави-членки банковото финансиране е „ключовият външен източник на финансиране за МСП. Обърнато е внимание на недофинансирането относно дългово финансиране на МСП в ЕС, като този недостиг все още остава значителен, тук анализът е базиран на доклади на fi-compass, ЕИБ и ЕК.

В дисертацията се посочва, че връзката между недофинансирането и размера на фирмата е обратнопропорционална, което показва, че микрофирмите изпитват най-голям недостиг на финансиране. Именно микрофирмите от еврозоната изпитват най-силно недостига на външно финансиране в периода 2010-2013 г., докато повишението на недофинансирането е доста по-незначително за големите фирми за посочения период. Намалването на недофинансирането, се дължи на намаляващите лихви по банковите заеми и като цяло подобряване на условията за финансиране на микропредприятията, но това не означава, че проблемите свързани с финансирането на микропредприятията и МСП са решени.

Направен е последващ анализ на недофинансирането по страни за периода 2017-2019 г. Също така е разгледан процентът на дефицит от дългово финансиране спрямо БВП на всяка държава-членка в ЕС. Според направения анализ се посочват няколко категории предприятия, които имат нужда от разработване на специфични финансови инструменти за тях, именно: по-малките, по-младите и по-иновативните МСП, както и микропредприятията.

В този контекст МСП понякога могат да изискват различни видове финансиране, които могат да бъдат осигурени от структурните фондове и от финансови инструменти в рамките на ЕСФ. Последните могат да включват: гарантирани заеми с определено ниво за риск. Те биха могли да подкрепят краткосрочни, както и дългосрочни заеми. Заемите с гаранции могат също да бъдат комбинирани с безвъзмездни средства за МСП. Комбинацията с публична субсидия може да действа като стимулиращ фактор, финансирайки частта от проекта, която не генерира приходи, докато финансовите

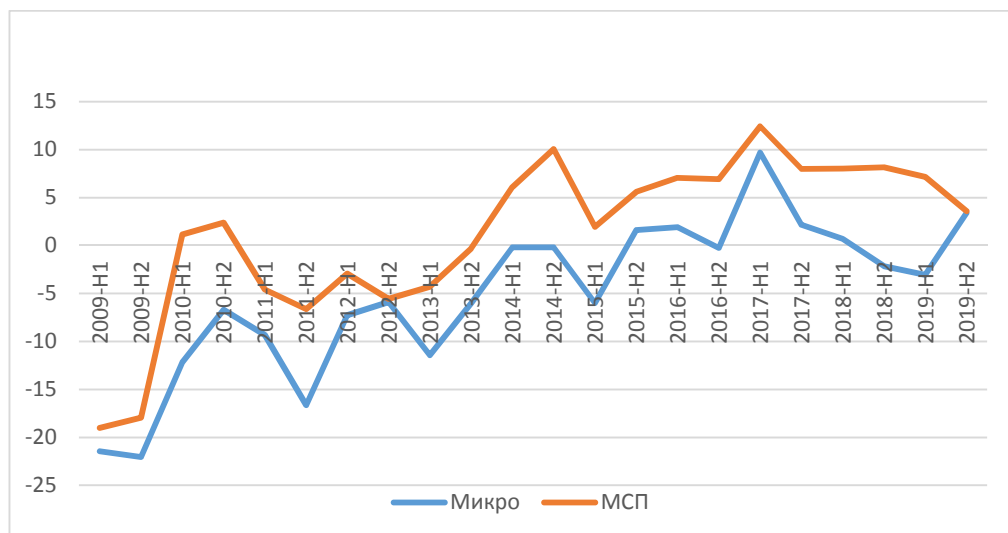
инструменти ще се използват за финансиране с преференциални условия за покриване на частта, която генерира приходи. Например, тази схема за финансиране е подходяща за дейности, които са за ефективно използване на природните ресурси, за енергийна ефективност, иновации, кръгова икономика и др.

3. Дялово финансиране на МСП в ЕС

Дяловото финансиране постепенно се налага като алтернативен модел на финансиране на предприятията в световната икономика. Въпреки че моделът на дяловото финансиране се е развил в САЩ след което се разпространява в Европа, напоследък дяловото финансиране става все по-популярен подход поради редица причини:

- Именно достъпът до дялово финансиране се подобрява непосредствено след кризата от 2008 г., поради намаляване на рисковата среда и повишаване на икономическата активност.
- Европейската екосистема за дялов капитал узрява през последните години, като това се дължи основно на действията за подкрепа на капиталовите пазари от страна на ЕК, което допринася за по-високата устойчивост на МСП.

Фигура № 3: Коефициент на достъп до дялово финансиране, 2009-2019 г.



Източник: Safe survey

Отбелязан е положителният тренд за достъпа до дялово финансиране за МСП и микропредприятията. Като цяло историческите данни потвърждават, че в рамките на ЕС дяловото финансиране е чувствително към промените в макроикономическите условия, именно достъпът до дялово финансиране в ЕС

се подобрява непосредствено след кризата от 2008 г., поради намаляване на финансовите рискове и повишаване на икономическата активност. Всякакви несъответствия между търсенето и предлагането на финансиране могат да доведат до по-нисък ръст в инвестициите, което може да бъде ограничение за общия икономически растеж в бъдеще. Зависимостта на предприятията от банковото финансиране се дължи основно на недостатъци в интегрираността на капиталовите пазар в ЕС. От анализа се очертава необходимостта да се насърчават дяловите инвестиции, тъй като, дяловото финансиране е подходящо за стартиращи иновативни и високотехнологични предприятия от които европейската икономика има нужда.

Както вече беше отбелязано, дяловото финансиране може да даде значителен тласък в развитието на МСП, също така дава информация за условията и развитието на капиталовия пазар в ЕС. Разгледана е разликата между търсенето и предлагането на дялово финансиране/недофинансиране на МСП, като по този начин се онагледява нуждата от дялово финансиране за МСП в различните държавни членки.

Търсенето на дялово финансиране от страна на МСП е много по-слабо в сравнение с търсенето на дългови инструменти. Тази тенденция се корени в това, че предприемачите обикновено са по-малко запознати с дяловото финансиране поради по-високата техническа експертиза, необходима за правилна оценка на ефектите от опериране с подобен вид средства, освен това ползването на дялов капитал води до промяна на собственическата структура на предприятията, а това не винаги е желано от собствениците на МСП. Ролята на правителствените политики в насърчаването на дяловото финансиране може да бъде пряка или непряка. Пряката подкрепа обикновено е под формата на публични инвестиции във фондове за рисков капитал или фондове за дялово финансиране, насочени към МСП. Интервенциите чрез фондове за рисков капитал могат да бъдат ефективна мярка за насърчаване на конкретни сектори, които се нуждаят от подкрепа (напр. високотехнологични компании).

Изведен е основният фактор, възпрепятстващ финансирането на МСП чрез дялови инструменти, именно това е информационната непрозрачност, която характеризира предприятията. Този фактор пречи на МСП да получат достъп до по-стандартизирани публични капиталови и дългови пазари, които

обикновено са по-малко стандартизирани, по-сложни, и следователно по-селективни, и скъпи.

4. Роля на финансовите инструменти в ЕС за преодоляване на недофинансирането на МСП

В последващия анализ се прави преглед на средствата, които ЕС отделя за преодоляване на пречките пред МСП, да постигнат необходимия растеж. Трябва да се отбележи, че финансирането се отнася за проекти в рамката на ЕСФ. Разгледаните финансови инструменти насочени към МСП, са предназначени както да се прилагат за финансиране на бизнеса, така и за подпомагане на дейността на предприятията, които се очаква да бъдат икономически жизнеспособни генериращи приходи или с капацитет за спестяване на разходи, с цел гарантиране изплащане на инвестицията. Основната им цел е да се справят с пазарните пропуски или неоптималните инвестиционни ситуации, доказани в предварителни оценки, извършвани от управляващите органи. Финансовите инструменти представляват механизъм за предоставяне на финансова помощ от бюджета на ЕС под формата на заеми, гаранции и инвестиции в дялово участие или квазидялово участие, като те са систематизирани в следната таблица:

Таблица № 1: Финансови инструменти за МСП с подкрепа на ЕСФ

Заеми	Гаранции
“Споразумение, което задължава заемотателя да предостави на заемополучателя договорена парична сума за определен срок и съгласно което заемополучателят се задължава да изплати тази сума в рамките на договорения срок. Финансовият инструмент е полезен с това, че може да предостави заем в случаите, когато банките не са склонни да отпускат заеми при приемливи за заемополучателя условия. Те могат да предложат по-ниски лихвени проценти, по-дълги	„Писмен ангажимент за поемане на отговорност по отношение на пълния размер или на част от дълг или задължение на дадена трета страна или по отношение на успешното изпълнение от тази трета страна на нейните задължения, в случай на събитие, което води до активиране на гаранцията, като например неизпълнение на задълженията за плащане по заем. Обикновено гаранциите покриват финансови операции като например заеми.“

срокове за погасяване или имат по-ниски изисквания за обезпечение.“	
Дялово участие	Квазидялово участие
„Предоставяне на капитал на дадено дружество, инвестиран пряко или непряко в замяна на придобиването на пълна или частична собственост в това дружество, като инвеститорът на капитал може да упражнява известен управленски контрол върху дружеството и да участва в разпределението на печалбата му. Финансовата възвръщаемост зависи от растежа и рентабилността на предприятието. Тя се формира от дивиденди и от продажбата на акции на друг инвеститор („излизане“) или от публична емисия на нови акции.“	„Вид финансиране, което се класифицира между дялово участие и дълг, имащо по-висок риск от първостепенния дълг и по-нисък риск от собствения капитал. Квазикапиталовите инвестиции могат да бъдат структурирани като дълг, обикновено несекюритизиран и подчинен, а в някои случаи конвертируем в капитал, или като привилегирован капитал. Профилът „риск-възвръщаемост“ обикновено попада между дълга и собствения капитал в капиталовата структура на предприятието.“

Източник: Специален доклад на европейската сметна палата за 2016 г.

За реализирането на достъпа до програмите за финансиране се изисква активното участие на финансовите посредници/банки и инвестиционни фондове/, които чрез публичните средства привличат частни. Публичното финансиране е основа за мултиплициране на частни финансови ресурси, като по този начин се увеличава и общият размер на финансирането, което може да се използва за инвестиции в МСП. Средствата/европейски и публични/ са обединени в специализиран фонд /холдингов организационен тип/ и съответно чрез тръжни процедури се разпределят към финансови посредници. Също така е възможно финансовите средства да се прехвърлят директно към избрани финансови посредници, от публични структури, които управляват европейски средства. В контекста на инструментите за финансов инженеринг бенефициенти са финансовите посредници, а МСП са крайни получатели. Разгледан е примерът за съвместен механизъм за финансиране разработен от ЕИФ и ЕК-„Джереми“, като един от инструментите е и заем срещу гаранции. Лостовият ефект и револвиращият ефект, които целят мултипликация на

ресурсите се считат за основни предимства на финансовите инструменти в сравнение с безвъзмездната финансова помощ.

Предимства на финансовите инструменти:

- предоставят устойчиво финансиране за МСП при благоприятни за пазара условия;
- предоставят гъвкавост при отпускането на ресурсите/ за разлика от безвъзмездните помощи;
- увеличават финансовия експертен опит и ноу-хау на правителствените органи и МСП;
- предоставят по-голямо първоначално финансиране за инвестиционните проекти на МСП в сравнение с безвъзмездната финансова помощ.

Недостатъци:

- Като цяло, финансовите инструменти е възможно да не привлекат достатъчно количество частен капитал.
- За финансовите инструменти по ЕФРР и ЕСФ е възможно да се наблюдават високи равнища на разходите и таксите за управление в сравнение с действителната финансова подкрепа, отпусната на крайните получатели. Също така тези разходи и такси може значително да са по-високи от тези за инструментите, управлявани от инвестиционните фондове в частния сектор.

Финансовите инструменти подкрепят дейността на МСП в различни сектори на икономиката, за да се разгърне пълният потенциал на конкурентоспособността и приносът на МСП към икономическия растеж и иновациите в ЕС. ЕИФ съвместно с ЕК разработва подкрепени от ЕСИФ финансови инструменти за финансиране на МСП, представляващи 23,7% от средствата на Програмите, достъпни за МСП. Що се отнася до финансирането на МСП–секторът е най-сериозно подкрепен от финансови инструменти от ЕСИФ. Номиналните суми, отделени за финансови инструменти и техният процент като налични ресурси на програмите силно варират в отделните държави-членки. Установява се, че не всички държави-членки разглеждат използването на финансирането на ЕСИФ по финансови инструменти по един и същи начин; и ако някои отделят големи номинални или относителни суми,

се появява възможност за по-нататъшно използване на средствата или за „общо финансиране на МСП“, или за конкретна подкрепа в сектора на „Научни изследвания, развитие и иновации“ или в други нишови сектори за финансирането на МСП. Именно по този начин финансовите инструменти спомагат за стимулиране на инвестиции в иновации и наука, което е предпоставка за генериране на приходи и икономия на разходите, като същевременно се максимизират частните инвестиции с минимална публична подкрепа за постигане на целите на политиката на сближаване за икономическо, социално и териториално сближаване.

Отбелязано е, че субсидирането на банкови заеми насочени към МСП с публични средства повдига въпроса дали моделът на финансиране е устойчив в дългосрочен план, въпреки че е доказано ефективен инструмент в краткосрочен план. С други думи е необходимо от разнообразен портфейл от възможности за финансиране. Преместването на фокуса на публичните ресурси върху „дяловото финансиране“ ще доведе до бъдещ сценарий, при който достъпът на МСП до финансиране ще бъде по-малко зависим от публичната подкрепа и повече от пазарния риск, като по този начин ще се гарантира растежът и конкурентоспособността на предприятията в дългосрочен план. Когато банките не са склонни да отпускат заеми, дяловото финансиране може да бъде ключов инструмент за допълване ефективността на пазарните решения на частните участници. Данъчните стимули за инвестиции в акции, фондове за рисков капитал, съфинансирани от публични и частни участници, и алтернативни инвестиционни пазари са само някои примери за това как публичната намеса може да насърчи пазарно базирани решения и инвестиции при финансирането на МСП с дялов капитал.

5. Изводите от втора глава могат да се обобщят както следва:

- Поради по-ниската си кредитоспособност, достъпът до банково финансиране на МСП е по-ограничен, в сравнение с големите предприятия, които могат да се възползват от по-сложни финансови инструменти.
- Банковите кредити са най-предпочитания източник на финансиране за малките и микро предприятията в ЕС, спрямо дяловите финансови инструменти.
- При дяловото и дълговото финансиране се наблюдава положителен тренд на развитие за изминалото десетилетие в ЕС, въпреки финансовата криза от (2007-2009 г.). Въпреки традиционния си характер, дълговото финансиране продължава да се развива и да предлага разнообразни инструменти насочени към МСП. От друга страна макар и не толкова развито, като в САЩ дяловото финансиране се очертава, като подходящ инструмент за финансиране на предприятия в сектора на иновациите и информационните технологии. Дяловото финансиране, стимулира предлагането на финансови средства, което насърчава МСП и предприемачите да осъществят нови проекти и идеи, като по този начин запазват, и засилват конкурентоспособността им.
- Предприетите от ЕЦБ неконвенционални мерки, свързани с понижаване на лихвените проценти, облекчават финансовите условия, що се отнася до дълговото финансиране за предприятията, което от своя страна води до растеж и по-високи нива на конкурентоспособност на МСП.
- Европейският механизъм за финансови инструменти играе важна роля за улесняване на достъпа на МСП до финансиране в контекста на преодоляване на несъответствието между търсене и предлагане на финансови средства.
- Част от държавите-членки използват механизма на финансовите инструменти, но степента на използване показва разлики в привлеченото частно съфинансиране, ливъриджа и ефекта на

лоста, поради разлики в нуждата от финансови средства, мащаба на предприятията и др.

- В ЕС се наблюдава повишаване на използването на гаранционни инструменти, с цел осигуряване на МСП на достатъчен кредитен ресурс за разширяване на тяхната дейност.
- Финансовите инструменти осигуряват устойчиво финансиране за МСП, чрез мултипликация на предоставените ресурси и увеличаване на финансовия експертен опит и ноу-хау на МСП. Като по този начин действат, като катализатор за развитието на предприятията.
- Финансовите инструменти спомагат за стимулиране на инвестиции в иновации и наука, което е предпоставка за генериране на приходи и икономия на разходите, като същевременно се максимизират частните инвестиции с минимална публична подкрепа за постигане на целите на политиката на сближаване за икономическо, социално и териториално сближаване.

V. ГЛАВА ТРЕТА

ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА ПОДХОДИТЕ НА ФИНАНСИРАНЕ ВЪРХУ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА И РАСТЕЖА НА БЪЛГАРСКИТЕ МСП

Анализът на проблематиката в тази глава започва с идентификация на факторите, движещи инвестициите на предприятията, именно теорията на принципа на акселератора и неокласическите модели на финансиране. За да се провери дали посочените хипотези са валидни за българските предприятия, и за да се анализират ефектите от финансиране на МСП в България, са разгледани динамиките на показателите, които характеризират растежа им. По-конкретно фокусът е поставен върху, тяхната добавена стойност, приходи, разходи, бизнесдемография, разпределение по сектори и региони. Разгледан е и приносът на МСП към БВП, износът и НИРД на страната.

1. Характеристики на финансирането на МСП в България

Анализът продължава с разглеждане на необходимите и използвани инструменти от МСП в България. Установява се, че те прибягват основно към традиционните кредитни инструменти, предоставяни от банковите институции, като основно разчитат на банкови заеми, като грантовете и субсидираните заеми са втори по важност. Съответно е направен преглед на лихвените проценти, относими към финансовите инструменти и на обемите на кредитиране насочени към МСП.

Значителна е ролята на средствата по оперативните програми в частност ОПИК и инициативата JEREMIE, за растежа, развитието и иновативността на предприятията. Например ОПИК е насочена към растеж и конкурентоспособност на МСП, и за подобряване на достъпа до финансиране. Мерките заложи в програмата целят да допринесат за създаването на устойчиви и конкурентоспособни предприятия. Подкрепата е съсредоточена върху развитие на иновациите, предприемачеството, растежът на малките и средни предприятия (МСП), енергийната, и ресурсната им ефективност. Средно създадените инвестиции на едно финансирано предприятие по оперативните програми са най-големи при големите предприятия, следвани от средните, малките и микропредприятията. Най-голям дял от създадените инвестиции се пада на средните предприятия и на МСП като цяло. Това води до въпроса, коя категория предприятия би следвало да се финансира

приоритетно, като отговорът му е в регресионните анализи направени в дисертационния труд.

Разгледани са финансовите инструменти които ще бъдат прилагани през новия програмен период, именно комбинираното финансиране – смесване на финансови инструменти и безвъзмездни финансови средства. Комбинацията от финансови инструменти с безвъзмездни средства при споделено финансово управление може да изиграе важна роля за постигане на целите на политиката на ЕС и справянето с пазарните несъвършенства, свързани с дизайна, жизнеспособността, и достъпа до финансиране на проектите на МСП. Комбинации на финансови инструменти са необходими там, където инвестициите не са в състояние да генерират достатъчна икономическа възвръщаемост или намаляване на разходите, за да бъдат жизнеспособни без нужда от допълнителна подкрепа. Те могат също да се използват за стимулиране на инвестициите, постигане на политически цели и привличане на частно финансиране. Основните ползи от комбинирането на финансови инструменти могат да бъдат следните:

- Стимулиране на предприятията да навлизат на нови или по-рискови пазари.
- Създават гъвкави финансови решения, съобразени с нуждите на крайните получатели.
- Комбинациите от финансови инструменти и безвъзмездни средства могат да допринесат за структурирането на проекти, които биха били по-привлекателни за частните инвеститори.
- Комбинациите от финансови инструменти и безвъзмездни средства по координиран начин могат да бъдат по-ефективни и да генерират икономии от мащаба чрез насърчаване на подхода "обслужване на едно гише".
- Осигуряване на по-високи стимули за изпълнение на жизнеспособни и устойчиви инвестиционни проекти. Ефектът на лоста на финансовите инструменти привлича допълнителни инвестиции от частни или публични инвеститори и мобилизира повече финансов ресурс за МСП.

Комбинацията от финансов инструмент с безвъзмездна помощ съдейства за генериране на достатъчно приходи за изпълнение на проект в бизнеса

подкрепен от програмата за "Конкурентоспособност и иновации в предприятията" 2021-2027 г.

По време на кризата чрез прилагане на финансовите инструменти бяха подпомогнати малките предприятия и те успяха да оцелеят и да запазят служителите си. От прилаганите финансови инструменти се оказа, че дълговите инструменти като гаранции по заеми, дялов капитал са подходящ начин за подкрепа на най-нуждаещите се микро и малки предприятия, и за смекчаване на икономическите последици от кризата с коронавируса.

2. Анализ на факторни зависимости определящи растежа на МСП-емпирични констатации и изводи

С цел доказване или опровергаване на формулираните изследователски хипотези е използван многофакторен регресионен анализ. Именно за проверка на хипотезите са формулирани модели на основата на регресионни уравнения показващи зависимостите между независимите и зависимите променливи. В икономически аспект целта е да се открие зависимостта между, БВП, създадените инвестиции от предприятията, добавената стойност по факторни разходи, износът, и растежа на МСП.

За да се осигури съпоставимост на данните, е направена логаритмична трансформация на почти всички избрани променливи с изключение на тези при които са налични нулеви стойности. При многофакторния регресионен анализ показателят FStatistic се използва, за да се провери дали поне една променлива, от групата независими променливи, обяснява значителен процент от вариацията на резултативната променлива. За да се провери дали данните са симетрични, т.е. разпределени нормално са използвани два подходящи статистически теста: DAgostinos K-squared test и Shapiro-Wilk Test. За да се провери дали е налична автокорелация се използва тестът на Дърбин Уотсън. Въпреки че автокорелацията не влияе на изчислените коефициенти на регресия, тя влияе върху способността да бъдат проведени валидни статистически тестове. F-статистиката за тестване на значимостта на регресията може да бъде завишена при положителна автокорелация, тъй като средната квадратична грешка (MSE) ще има тенденцията да подценява вариацията на популационната грешка. При наличие на автокорелация стандартните грешки на обикновените най-малки квадрати (OLS), за коефициентите на регресия, подценяват истинските стандартни грешки и в

резултат на това, стандартният линеен регресионен анализ обикновено ще изчисли изкуствено занижени стандартни грешки за регресионния коефициент. Тези ниски стойности на стандартните грешки ще доведат до завишаване на прогнозната t-статистика, което предполага значимост там, където може би няма такава. Завишената t-статистика от своя страна може да ни накара да отхвърлим неправилно нулевите хипотези за популационните стойности на параметрите на регресионния модел по-често, отколкото бихме направили, ако стандартните грешки бяха правилно оценени. Също с цел проверка на ефективността на избрания модел проверяваме за наличие на хетероскедастичност посредством Breusch-Pagan White Test, именно при наличието й Т и F критерия не дават коректни резултати, следователно регресионните коефициенти стават статистически незначими. Регресионните уравнения са групирани в модели представени, след описанието на изследователската извадка и променливите.

3. Описание на извадката и променливите:

Изследователската извадка се състои от редици данни от бизнес статистиката и от лихвената статистика за периода 2007–2019 г., източници на данните са БНБ, и НСИ. Избраните променливи са представени в Таблица 2.

Таблица № 2: Променливи

Променливи	Дефиниции
Зависими променливи	
YA	БВП
YB	Добавената стойност по факторни разходи на МСП
YC	Износ на всички предприятия
YD	Създадени инвестиции от всички финансирани предприятия
Независими променливи	
XA1	Стойност на ДМА на МСП
XA2	Износ на всички предприятия
XB1	Разходи за НИРД на микропредприятията
XB2	Разходи за НИРД на малките предприятия
XB3	Разходи за НИРД на средните предприятия
XC1	Обем на кредитите до 1 година
XC2	Обем на кредитите над 1 до 5 години
XC3	Обем на кредитите над 5 години
XD1	Брой инвестиционни проекти микро предприятия
XD2	Брой инвестиционни проекти малки предприятия
XD3	Брой инвестиционни проекти средни предприятия
XD4	Брой инвестиционни проекти големи предприятия

Регресионен Модел 1 (M1). Чрез първият модел ще се провери дали съществува статистически значима зависимост между, БВП на национално ниво, стойността на ДМА на МСП и износа на предприятията. Избраната зависима променлива е БВП на национално ниво означена с YA в регресионното уравнение. Независимите променливи са XA1, XA2, които показват стойността на ДМА на МСП и стойността на износа по цени на FOB на нефинансовите предприятия. Поредицата от данни включва 22 стойности, съответстващи на двете независими променливи за периода от 11 години. Изграден е модел на линейна регресия с две независими променливи (ДМА и износ), β_1 , β_2 , β_3 , представляващи параметрите на регресионния модел и ϵ_i остатъчният елемент. Уравнението на многофакторната линейна регресия е следното :

$$\log(YA) = \beta_1 + \beta_2 \cdot \log(XA1) + \beta_3 \cdot \log(XA2) + \epsilon_i$$

Таблица № 3: Обобщени резултати от направен регресионен анализ по Модел 1 (M1)

ANOVA				Alpha	0.05		
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>p-value</i>	<i>sig</i>	
Regression	2	0.009678	0.004839	32.79075	0.00014	yes	
Residual	8	0.001181	0.000148				
Total	10	0.010858					
	<i>coeff</i>	<i>std err</i>	<i>t stat</i>	<i>p-value</i>	<i>lower</i>	<i>upper</i>	<i>vif</i>
Intercept	-10.1312	2.014215	-5.02987	0.001014	-14.776	-5.48646	
Дълготрайни материални активи	1.490424	0.240057	6.208618	0.000257	0.936851	2.043997	1.00288
Износ	0.310151	0.056139	5.524691	0.000557	0.180694	0.439608	1.00288
OVERALL FIT							
Multiple R	0.944075						
R Square	0.891277						
Adjusted R Square	0.864096						
Standard Error	0.012148						
Observations	11						

Източник: собствени изчисления

Изведеният в изследването коефициент на корелация е 0.94, от което следва, че зависимостта между разглежданите променливи (результативна/YA/ променлива и факторите/XA1, XA2, включени в модела) е силна. Стойността на коефициента на детерминация (R-квадрат) показва, включените в модела

фактори предопределят 89% от вариацията на резултативната променлива – (фактори /XA1, XA2/).

Поради логаритмичната трансформация на променливите, регресионното уравнение се тълкува по следния начин: За всеки 1% увеличение на стойността на ДМА на МСП (XA1), БВП(YA) се увеличава с 1,49%. За всеки 1% увеличение на стойността на износа на нефинансовите предприятия (XA2), БВП(YA) се увеличава с 0,31%. Полученият резултат се дължи на това, че при увеличаване на износа нараства паричния поток към съответната страна износител и съответно при увеличаване на стойността на ДМА на предприятията се увеличават инвестициите, следователно на БВП. От регресионният анализ ясно се очертава, че инвестициите в ДМА на МСП оказват, по-значително влияние върху БВП отколкото износа.

Регресионен Модел 2 (M2). YB е избраната зависима променлива, която показва добавената стойност по факторни разходи на МСП, като чрез регресионния модел ще се провери зависимостта между разходите за НИРД на микро, малки и средните предприятия, и на добавената стойност по факторни разходи на МСП. Независимите променливи са XB1, XB2, XB3, представляващи съответно разходите за НИРД на микро, малките и средни предприятия. Изграден е модел на линейна регресия с три независими променливи, β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , представляващи параметрите на регресионния модел и ϵ_i остатъчният елемент. Уравнението на многофакторната линейна регресия е дадено по-долу:

$$\log(YB) = \beta_1 + \beta_2 \cdot \log(XB1) + \beta_3 \cdot \log(XB2) + \beta_4 \cdot \log(XB3) + \epsilon_i$$

Таблица № 4: Обобщени резултати от направен регресионен анализ по Модел 2 (M2)

ANOVA				Alpha	0.05		
	<i>Df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>p-value</i>	<i>sig</i>	
Regression	3	0.005149	0.001716	2.922965	0.109608	no	
Residual	7	0.00411	0.000587				
Total	10	0.00926					
	<i>Coeff</i>	<i>std err</i>	<i>t stat</i>	<i>p-value</i>	<i>lower</i>	<i>upper</i>	<i>vif</i>
Intercept	9.593792	1.806679	5.310179	0.001111	5.321674	13.86591	
от 0 до 9 наети	-0.04674	0.086034	-0.5433	0.603788	-0.25018	0.156697	1.939012
от 10 до 49 наети	0.217866	0.087429	2.491902	0.041481	0.011128	0.424604	1.333788
от 50 до 249 наети	-0.05757	0.031673	-1.81777	0.111934	-0.13247	0.017321	1.923569

OVERALL FIT							
Multiple R	0.745713						
R Square	0.556088						
Adjusted R Square	0.36584						
Standard Error	0.024232						
Observations	11						

Източник: собствени изчисления

Изведеният коефициент на корелация е 0.74, от което следва, че зависимостта между разглежданите променливи е силна. Стойността на (R-квадрат) показва, че включените в модела фактори предопределят 55% от вариацията на резултативната променлива – (фактори/ХВ1, ХВ2, ХВ3/). За всеки 1% увеличение на стойността на разходите за НИРД направени от малките предприятия (ХВ2), добавената стойност(УВ) се увеличава с 0,21%. Стойностите на р на другите две променливи са над 0.05%, следователно не са статистически значими при определяне на добавената стойност и следва да не се взимат предвид. Увеличаването на добавената стойност по факторни разходи на МСП, при увеличаване на разходите за НИРД, се дължи на повишаване на конкурентоспособността на МСП поради внедряване на различни по вид иновации, финансирани по ОПИК. Трябва да се има предвид, че регресионното уравнение разглежда едновременното влияние на факторите върху резултативната променлива. При разходите за НИРД на микро и средните предприятия не се отчитат статистически значими зависимости с добавената стойност по факторни разходи, за разлика от разходите за НИРД на малките, което означава, че е нужно да се даде приоритет на финансирането по ОПИК на малките предприятия.

Регресионен модел (М3). Третият модел изследва зависимостите между износа на национално ниво по цени на FOB и обемите на краткосрочно, средносрочно и дългосрочно кредитиране на месечна база за нефинансовите предприятия. УС е избраната зависима променлива и представлява износьт на всички предприятия по FOB. Независимите променливи са ХС1, ХС2, ХС3, които показват обемите по трите категории кредити. Поредицата от данни включва 468 стойности, съответстващи на трите категории кредити за периода от 12 години. Изграден е модел на линейна регресия с три независими променливи, β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , представляващи параметрите на регресионния

модел и ε_i остатъчният елемент. Уравнението на многофакторната линейна регресия е дадено по-долу:

$$\log(YC) = \beta_1 + \beta_2 \cdot \log(XC1) + \beta_3 \cdot \log(XC2) + \beta_4 \cdot \log(XC3) + \varepsilon_i$$

Таблица № 5: Обобщени резултати от направен регресионен анализ по Модел 3 (М3)

Newey-west	coeff	std err	t stat	p-value
Intercept	2.919211	0.373218	7.821723	8.13E-13
до 1 година	0.05587	0.106561	0.524301	0.600833
над 1 до 5 години	-0.58358	0.102697	-5.68252	6.58E-08
над 5 години	0.653175	0.106713	6.120842	7.58E-09
OVERALL FIT				
Multiple R	0.911093			
R Square	0.83009			
Adjusted R Square	0.826737			
Standard Error	0.054991			
Observations	156			

Източник: собствени изчисления

При проверката за хетероскедастичност и автокорелация в модела се открива наличието им, като с цел преодоляване на тези два проблема се използва методът на „Newey-West.“ Изведеният коефициент на корелация е 0.91, от което следва, че зависимостта между разглежданите променливи е много силна. Проверката за адекватност на изследвания, чрез дисперсионен анализ, регресионен модел показва, че моделът е адекватен, тъй като стойността на Significance F е по-ниска от 0.05. Стойността на (R-квадрат) показва, че включените в модела фактори предопределят 83% от вариацията на резултативната променлива. Установява се, че за всеки 1% увеличаване на обемите на средносрочните кредити (XC2), износът по цени на FOB(YC) намалява с 0.58%. За всеки 1% увеличаване на обемите на дългосрочните кредити (XC2), износът по цени на FOB(YC) се увеличава с 0.65%. Полученият коефициент относим към краткосрочните кредити не се тълкува тъй като p-value е над 0,05%. Независимите променливи в регресионния модел оказват едновременно влияние върху зависимата променлива, с други думи не може да се твърди, че средносрочното кредитиране само по себе си вреди на износа. Полученият резултат може да се обясни с това, че средносрочните инструменти се използват за оперативни дейности, разплащания, рефинансирания на други заеми итн., съответно не стимулират износа. Докато усвоените количества

дългосрочни еврови кредити се насочват към разширяване на производството на продукти и услуги, което в последствие води до по-високи нива на износ. В заключение коефициентите от регресионния анализ ни показват, че най-голямо положително влияние върху износа има дългосрочното кредитиране. Именно гарантирането на дългосрочните заеми би имало най-благоприятен ефект върху износа на предприятията.

Регресионен Модел 4 (M4). YD е избраната зависима променлива, която показва добавената създадените инвестиции от всички финансирани предприятия, като чрез регресионния модел ще се провери зависимостта между броя на финансирани проекти на микро, малки, средни и големи предприятия, и създадените инвестиции от всички предприятия. Независимите променливи са XD1, XD2, XD3, XD4 представляващи броя на финансирани проекти на микро, малките, средните и големите предприятия. Изграден е модел на линейна регресия с четири независими променливи, β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 представляващи параметрите на регресионния модел и ϵ_i остатъчният елемент. Уравнението на многофакторната линейна регресия е дадено по-долу:

$$\log(YD) = \beta_1 + \beta_2 \cdot \log(XD1) + \beta_3 \cdot \log(XD2) + \beta_4 \cdot \log(XD3) + \beta_5 \cdot \log(XD4) + \epsilon_i$$

Таблица № 6: Обобщени резултати от направен регресионен анализ по Модел 4 (M4)

ANOVA				Alpha	0.05		
	Df	SS	MS	F	p-value	sig	
Regression	4	2.32E+17	5.81E+16	17451.38	9.85E-09	yes	
Residual	4	1.33E+13	3.33E+12				
Total	8	2.32E+17					
	Coeff	std err	t stat	p-value	lower	upper	vif
Intercept	-787931	946390.5	-0.83256	0.451912	-3415532	1839671	
Микро	1686221	38991.26	43.24612	1.71E-06	1577964	1794478	11.23907
Малки	354719	53067.66	6.684278	0.002605	207379.5	502058.4	24.35573
Средни	1188884	62746.44	18.94743	4.57E-05	1014672	1363096	38.50625
Големи	-485745	107967.8	-4.49898	0.010831	-785512	-185978	10.99164
OVERALL FIT							
Multiple R	0.999971						
R Square	0.999943						
Adjusted R Square	0.999885						
Standard Error	1824336						
Observations	9						

Източник: собствени изчисления

Изведеният в изследването коефициент на корелация е 0.99, от което следва, че зависимостта между разглежданите променливи (резултативна променлива/YD/ и факторите XD1, XD2, XD3, XD4/, включени в модела) е много силна. Проверката за адекватност на изследвания, чрез дисперсионен анализ, регресионен модел показва, че моделът е адекватен, тъй като стойността на Significance F е по-ниска от 0.05. Също така в модела не се открива наличието на хетероскедастичност. Изведения от изследването коефициент на Дърбин Уотсън е с неясна стойност, тоест от този тест не може да се направи ясен извод, че няма наличие на серийна автокорелация. Поради това правим втори тест на Breusch-Godfrey Test, при който стойността на p е над 0,05, което означава, че коефициентът на Breusch-Godfrey не е значим и не е налична серийна автокорелация. Стойността на (R-квадрат) показва, че включените в модела фактори предопределят 99% от вариацията на резултативната променлива.

Таблица № 7: Резултати от различни изчисления на регресионното уравнение

	Микро	Малки	Средни	Големи	Финансиран и всички	Финансиран и МСП	Без финансиран е
Микро	898290	1253009	2087174	412544.9			
Малки		-433212	755671.9	-918957			
Средни			400952.9	-84792.2			
Големи				-1273676			
Финансирани всички					1956147		
Финансирани МСП						2441893	
Без финансиране							-787931

Източник: собствени изчисления

Регресионното уравнение бива следното:

$$(YD) = -787931 + 1686221*(XD1) + 354719*(XD2) + 1188884*(XD3) - 485745*(XD4) + \varepsilon_i$$

Интерпретацията на уравнението се различава от тази на другите модели поради използването на некалибрирани данни. За всеки един финансиран проект на микропредприятие при условие, че се финансират само микропроекти (XD1), създадените инвестиции ще се увеличат с 0.898 млн.

лева. За всеки финансиран проект на малко предприятие допълнително създадените инвестиции ще бъдат в размер на 1.25 млн. лева (XD2) при условие, че се финансират само малки проекти, съответно за всеки допълнителен проект на средно предприятие ще бъдат създадени инвестиции за над 2 млн. лева (XD3) при условие, че се финансират само средни проекти. С увеличаване на броя финансирани проекти на големи предприятия или при финансиране само на големи проекти се очаква общо създадените инвестиции да спаднат с 1.2 млн. лева (XD4). Трябва да се поясни, че инвестициите биха спаднали поради това, че при финансиране на МСП се създава по-голям мултипликационен ефект при създаването на инвестиции, т.е. инвестициите биха спаднали, не поради намаляването на създадените инвестиции в абсолютни стойности при финансиране само на големи предприятия, а поради пропуснатите инвестиции, които МСП биха създали. Според изчисленията на регресионното уравнение най-голям ефект би бил постигнат, ако се финансират само проекти на МСП като цяло, именно по този начин всяка година биха се създали допълнително инвестиции в размер на над 2.4 млн. лв за всеки един допълнително финансиран проект.

4. Резултатите от емпиричното изследване доказват формулираната теза, че финансирането на МСП е определящо за растежа, конкурентоспособността и интернационализацията на предприятията. По-конкретно се извеждат следните констатации:

- Стойността на ДМА на МСП и износът на нефинансовите предприятия оказват положително въздействие върху БВП на национално ниво, като стойността на ДМА допринася повече за икономическия растеж, отколкото износът, следователно първата хипотеза се потвърждава.
- Констатациите от втората регресия показват следните зависимости, а именно добавената стойност по факторни разходи се влияе от разходите за иновации на малките предприятия, това води до извода, че е нужно да се насочи по-сериозна подкрепа към малките и иновативни предприятия, като по този начин ще се постигне по-висока добавена стойност в икономиката, от колкото ако се приоритизират микро и средните предприятия. Тоест втората хипотеза се потвърждава частично.

- Износът, като основен фактор за конкурентоспособността на предприятията се определя от средносрочните и дългосрочните кредитни инструменти, краткосрочните инструменти не са насочени към стимулиране на износа, а към стимулиране на друг вид икономически дейности, насочени към вътрешното потребление в страната. Последният регресионен модел потвърждава, че при увеличаване обемите на дългосрочните кредити се повишава стойността на износа. Именно гарантирането на дългосрочните заеми би имало най-благоприятен ефект върху износа на предприятията.
- Четвъртият регресионен модел доказва необходимостта от приоритизиране на инвестициите от страна на ЕС, чрез финансови инструменти, насочени към МСП. Моделът доказва, че при финансиране на проекти на МСП създадените инвестиции от предприятията биха се повишавали значително на годишна база.

Чрез оценката на няколко линейни регресии, емпиричните констатации осигуряват подкрепа за твърдението, че е налично положителното въздействие на инвестициите в ДМА и износа върху икономическия растеж/БВП/. „Или за всеки 1% увеличение на стойността на износа на нефинансовите предприятия (XA2) и на инвестициите в ДМА (XA1), БВП(YA) се увеличава с 0,31% и 1,49%“. При изследването на разходите ориентирани към иновациите, резултатите от регресионния модел показват положителното им въздействие върху добавената стойност на малките предприятия, като е установена липса на такава взаимовръзка при микро и средните предприятия. А по-точно се установява, че за всеки 1% увеличение на стойността на разходите за НИРД направени от малките предприятия (XB2), добавената стойност(YB) се увеличава с 0,21%.

Също така, резултатите предполагат положителното влияние на по-високите обеми на дългосрочни кредити върху износа и по този начин върху икономическия растеж. Установява се, че за всеки 1% увеличаване стойността на обемите на дългосрочните кредити (XC2), износът по цени на FOB(YC) се увеличава с 0.65%. На последно място резултатите категорично доказват ползата при реализиране на проекти на МСП, които от своя страна създават повече инвестиции в абсолютна стойност от големите предприятия, именно

всяка година биха се създали допълнително инвестиции в размер на над 2.4 млн лв за всеки един допълнително финансиран проект.

Относно формулираните хипотези, резултатите на регресионния анализ доказват следното:

Хипотеза 1. Според която, БВП на национално ниво зависи значително от стойността на ДМА на МСП и износа на предприятията се потвърждава напълно.

Хипотеза 2. Не се потвърждава напълно положителната зависимост добавената стойност по факторни разходи на МСП и разходите за НИРД на МСП в България.

Хипотеза 3. Частично се валидира твърдението, че износът се влияе от дългосрочното, средносрочното и краткосрочното кредитиране, а именно се влияе положително от дългосрочното кредитиране.

Хипотеза 4. Напълно се потвърждава последната хипотеза, която гласи, че финансирането на МСП чрез финансови инструменти води до по-висок темп на създаване на инвестиции, от финансирането на големи предприятия.

Дяловото финансиране в България все още е в начален етап на развитие, но за иновативни фирми в начален стадий на растеж интересът към дяловото финансиране се очаква да се повишава. В тази връзка изведените практико-приложни заключения от настоящото изследване по отношение на особеностите на финансиране на МСП, структурирането на финансови инструменти от страна на ЕИБ навлизат успешно във финансовата практика и във финансовите стратегии на МСП.

Резултатите от направеното изследване не потвърждават напълно всички изследователски хипотези, но всички поставени задачи биват изпълнени и основната теза остава валидна, а именно финансирането на МСП е определящо за растежа, конкурентоспособността и интернационализацията на предприятията. Или осигуряването на достатъчно количество финансов ресурс за МСП води до икономически растеж и като цяло има положително влияние, както върху икономиката, така и върху предприятията.

Бъдещите изследвания по темата може да бъдат разработени, чрез използване на повече дезагрегирани данни и изследване на причинно-следствените връзки между, инвестициите, иновациите, и териториално

икономическия растеж. Освен това секторният анализ може да даде друг поглед върху растежа и конкурентоспособността на МСП.

Приноси елементи на дисертационния труд

На следващо място, биха могли да бъдат очертани основните приноси моменти на настоящия дисертационен труд:

- Извеждане на същността на ролята на финансирането и използваните финансовите инструменти в рамките на ЕСФ за конкурентоспособността и растежа на МСП.
- Систематизация на подходите за алтернативно финансиране и анализ на особеностите на финансирането с дългови и дялови финансови инструменти.
- Разработен от автора регресионен модел разкриващ взаимовръзките между финансирането, конкурентоспособността, интернационализацията и растежа на предприятията.
- Обогаляване на българската икономическа литература с комплексен теоретико-практичен анализ по отношение на структуриране на съвременните подходи за финансиране на МСП в България и ЕС на основата на интердисциплинарен подход.

В изследването бяха изведени теоретични и практико-приложни аспекти на финансирането на МСП. В допълнение, бяха идентифицирани характерни особености и ключови взаимовръзки между финансирането и растежа на БВП, на добавената стойност, износа и инвестициите.

На следващо място, биха могли да бъдат обобщени основните практикоприложни заключения от направеното изследване свързани с финансирането на МСП, характерните особености на прилаганите финансови инструменти, тенденциите в прилагане на комбинирани финансови инструменти с безвъзмездна финансова помощ на ЕС.

Именно банковото финансиране не е единственият инструмент за осигуряване на средства за МСП. Динамиката на развитие при дълговото и дяловото финансиране за изминалото десетилетие е положителна, въпреки финансовата криза от (2007-2009). Дълговото финансиране продължава да се развива и да предлага разнообразни инструменти насочени към МСП. В ЕС прилагането на дългови финансови инструменти (гарантирани заеми)

подкрепени със средства от ЕСФ, води до подобряване на достъпа до финансиране за МСП и съответно нарастване на частни ресурси за кредитиране на МСП. Също така те стимулират инвестициите в иновации и наука, което е предпоставка за генериране на приходи и икономия на разходите, като същевременно се максимизират частните инвестиции с минимална публична подкрепа за постигане на целите на политиката на сближаване за икономическо, социално и териториално сближаване. От друга страна макар и не толкова развито, като в САЩ дяловото финансиране се очертава, като подходящ инструмент за финансиране и подобряване на конкурентоспособността на предприятия в сектора на иновациите, и информационните технологии. По-конкретно, рисковото финансиране като част от дяловото финансиране е инструмент, който се използва от ограничен брой МСП, чиито инвестиционни планове са рискови, но имат добра възвръщаемост. Като цяло МСП имат нужда от различни по вид финансови инструменти, които да обезпечат тяхното развитие и по този начин икономическия растеж.