

Финансов риск на публичните акционерни дружества в условията на финансово-икономическа криза

Маргарита Р. Александрова*

Резюме: Статията е посветена на финансовия риск на предприятието. Тезата на автора е, че би следвало да се очаква, че в условията на финансово-икономическа криза предприятията ще се стремят да намалят финансовия риск и да противодействат на общата икономическа нестабилност.

Поддържа се становището, че финансовият риск се поражда от целия лихвен дял, а не само от дългосрочния. Аргументите в полза на това становище са:

- 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 дял присъства постоянно при финансирането на дейността и трудно може да бъде регулиран в съответствие с променящата се пазарна конюнктура.

Авторът излага своите аргументи в подкрепа на виждането, че капиталовата структура следва да бъде изчислена на база на счетоводната информация. На основата на направения анализ се подчертава, че финансовият риск е допълнителен риск, който се поражда от използването на лихвен дял.

В съответствие с формулираната теза е направен анализ на капиталовата струк-

тура на публични акционерни дружества в България за периода 2006-2010 г. Анализът е направен за период, който обхваща както две години преди кризата, така и 2009 и 2010 г., в които трябваше да се очаква промяна на капиталовата структура. Избрани са публични акционерни дружества, които участват в ВГ 40.

Анализът показва, че в условията на икономическата криза не се забелязва ясно изразена тенденция към намаляване на относителния дял на лихвения дял в общия капитал на предприятията. Установява се, че както при големите, така и при средните, малките и микропредприятията промените в капиталовата структура не са еднопосочни. Само част от предприятията са успели да компенсират повишаването на бизнес риска в условията на кризата с намаляване на финансовия риск.

Ключови думи: фирмен риск, краткосрочни кредити, капиталов пазар, структура на капитала на публичните акционерни дружества.

JEL: G32.

Рискът на предприятието може да се определи като подлежаща на анализ и оценка степен на несигурност за получаването на очакваните резултати от функционирането му. Поради това, че резултатът може да се измери с различни показатели, то и рискът може да се изследва по

* Маргарита Александрова е доктор, професор в катедра "Финанси" на УНСС, e-mail: magy66@abv.bg

отношение на резултата, измерен в натурални показатели, стойностни показатели и относителни показатели. Следователно, може да бъде използван обемът на продукцията в натурално изражение, обемът на продукцията в стойностно изражение, печалбата от дейността, печалбата преди данъци, нетната печалба, нормата на икономическа рентабилност, нормата на финансова рентабилност и други показатели. Изборът на подходящия показател зависи от целта на оценяването на риска.

Рискът на предприятието се обуславя от разнообразни вътрешни и външни фактори. Той включва два компонента – бизнес риск и финансов риск.

Бизнес риск и оперативен ливъридж

Бизнес рискът се изразява в нестабилността на доходността от инвестирания капитал¹. Той се проявява като вариране на печалбата от дейността. Основните фактори², които влияят върху него са:

- нестабилност на търсенето на продукцията;
- нестабилност на продажните цени;
- нестабилност на цените на ресурсите;
- възможност да се влияе върху продажните цени;
- възможност да се разработват нови продукти;
- степен на излагане на външен риск (игващ от други държави);
- относителен дял на постоянните разходи в общите разходи по дейността.

Всички фактори, освен последният, засягат общо предприятията в отрасъла. Последният фактор се определя от избора на технология на производството и в известна степен зависи от решенията за развитието на дейността.

Бизнес рискът се изразява в това, че изменението на печалбата от дейността в следствие на изменението на приходите от продажби е в различна степен. При равни други условия, той се определя от относителния дял на постоянните разходи в общия обем на разходите по дейността. Ако относителният дял на постоянните разходи е голям, всяко изменение в обема на нетните приходи от продажби ще оказва силно влияние върху печалбата от дейността. Следователно, при едно и също изменение на пазарната конюнктура, печалбата от дейността варира в различен диапазон. В тези предприятия, в които печалбата от дейността варира в широк диапазон, има висок бизнес риск.

Да приемем, че анализираме печалбата от дейността на две предприятия – *предприятие А* и *предприятие Б*, които са в един и същи отрасъл, но прилагат различна технология на производството и имат различен относителен дял на постоянните разходи в общите разходи по дейността.

Предприятие А има относителен дял на постоянните разходи 58,89 %, а *предприятие Б* – 21,11 %. Да изследваме промяната на печалбата от дейността при увеличение на продажбите с 10 % (оптимистичен вариант) и при намаление на продажбите с 10 % (песимистичен вариант). При анализа се приема, че продажната цена остава една и съща и променливите разходи се изменят пропорционално на изменението на продажбите.

Примерът показва, че при едни и същи изменения в приходите от продажби, печалбата от дейността се изменя в различна степен в зависимост от съотношението между постоянни и променливи разходи. Колкото е по-голям относителният дял на постоянните разходи в общия обем на разходите по дейността, толкова по-уязвимо е

¹ Виж по-подробно Бригхем, Ю. Ф., и М. С. Эрхардт, 2009. Финансовъди менеджмент, Питер, с. 610-611. „Brealey R.,

² Бригхем, Ю. Ф., и М. С. Эрхардт, 2009. Финансовъди менеджмент, Питер, с. 611. S. Myers, F. Allen, 2006, Principes de gestion financière, Pearson Education France, с. 563.

Статии

Таблица 1. Анализ на изменението на печалбата от дейността на предприятието А
Предприятие А (лв.)

	Реалистичен вариант	Оптимистичен вариант	Песимистичен вариант
Нетни приходи от продажби	1 000 000	1 100 000	900 000
Постоянни разходи по дейността	530 000	530 000	530 000
Променливи разходи по дейността	370 000	407 000	333 000
Общо разходи по дейността	900 000	937 000	863 000
Печалба от дейността	100 000	163 000	37 000

Таблица 2. Анализ на изменението на печалбата от дейността на предприятието Б
Предприятие Б (лв.)

	Реалистичен вариант	Оптимистичен вариант	Песимистичен вариант
Нетни приходи от продажби	1 000 000	1 100 000	900 000
Постоянни разходи по дейността	190 000	190 000	190 000
Променливи разходи по дейността	710 000	781 000	639 000
Общо разходи по дейността	900 000	971 000	829 000
Печалба от дейността	100 000	129 000	71 000

дружеството към евентуален спад на приходите от продажби. Изменението на печалбата от дейността служи за измерване на бизнес риска на търговското дружество. Изчисляват се показателите *дисперсия* и *стандартно отклонение*. Ако стойностите на тези показатели са високи, се прави извод, че бизнес рискът е висок.

Връзката между относителния дял на постоянните разходи и риска може да се илюстрира, като приемем, че изследваме

предприятие с нетни приходи от продажби 1 000 000 лв. и общи разходи по дейността 900 000 лв.

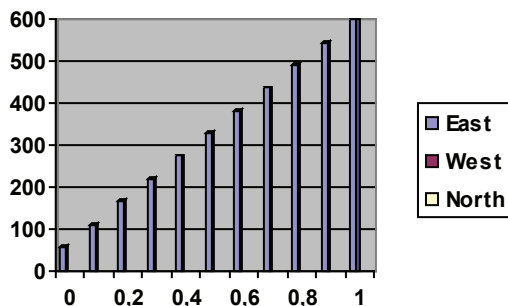
Оперативният ливърдж представлява зависимостта между изменението на приходите от продажби и изменението на печалбата от дейността.

Показател за оперативен ливърдж DOL:

$$DOL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F - A}, \quad (1)$$

Таблица 3. Анализ на риска по отношение на получаването на печалба от дейността, в зависимост от относителния дял на постоянните разходи³ (хил.лв.)

	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
-90 %	10	-71	-152	-233	-314	-395	-476	-557	-638	-719	-800
- 60 %	40	-14	-68	-122	-176	-230	-284	-338	-392	-446	-500
-30 %	70	43	16	-11	-38	-65	-92	-119	-146	-173	-200
0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
+ 30 %	130	157	184	211	238	265	292	319	346	373	400
+ 60 %	160	214	268	322	376	430	484	538	592	646	700
+90 %	190	271	352	433	514	595	676	757	838	919	1000
Средно	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
σ	60	114	168	222	276	330	384	438	492	546	600



Фигура 1. Връзка между относителния дял на постоянните разходи в общите разходи по дейността и стандартното отклонение на печалбата от дейността

където:

Q е обемът на производството (продажбите) в натурално изражение;

P – продажната цена за единица продукция;

V – променливите разходи за единица продукция;

F – постоянните разходи без амортизациите;

A – амортизациите.

Финансов риск и финансов ливъридж

Финансовият риск зависи от относителния дял на финансирането с кредити,

по които има фиксирани плащания. Лихвите по кредитите – като постоянен финансов разход, увеличават риска по отношение на показателя "Печалба преди данъци" и, следователно, по отношение на показателя "Нетна печалба".

Показатели за анализ на финансовия риск:

1. Дълг: Собствен капитал $\frac{D}{E}$;

2. Дълг: (Дълг + Собствен капитал) $\frac{D}{D + E}$;

3. Дълг: Активи $\frac{D}{A}$;

4. Коефициент на покритие на разходите за лихви = $\frac{EBT + I}{I}$,

5. Коефициент на покритие на плащанията по кредити⁴ = $\frac{NI + I}{I + погашения}$.

Да анализираме две търговски гружества, които имат една и съща дейност, един и същ дял на постоянните разходи в

³ Данните в колоните са за различен относителен дял на постоянните разходи. Данните по редовете са за различен процент на изменение на продажбите.

⁴ (НП + Лихви по кредити) : (Лихви по кредити + Погашения по главниците).

Статии

Таблица 4. Положително влияние на ползването на кредит върху нетната печалба от един лев собствен капитал

Показатели	Търговско гружество А	Търговско гружество Б
Печалба от дейността	100 000	100 000
Собствен капитал (Е)	400 000	200 000
Дълг (D)	0	200 000
Финансови разходи за лихви	0	30 000
Печалба преди данъци	100 000	70 000
Данък върху печалбата 10 %	10 000	7000
Нетна печалба	90 000	63 000
Нетна печалба от 1 лв. собствен капитал	0,225 (22,5 %)	0,315 (31,5 %)

общия обем на разходите по дейността, но различна капиталова структура и различни финансови разходи за лихви. Лихвеният процент по кредитите е 15 %. Данъкът върху печалбата е 10 %.

Анализът показва, че търговско гружество Б има по-висока нетна печалба на 1 лв. собствен капитал поради това, че използва срочно привлечен капитал. В нашия пример капиталовата структура на ТД Б е 50 % собствен капитал и 50 % срочно при-

влечен капитал. Цената на финансирането с привлечения капитал е по-ниска от нормата на възвръщаемост, която се получава от използването на капитала в гружеството. В резултат на това се повишава нетната печалба от един лев собствен капитал.

Изводът е, че когато цената на финансирането с привлечения капитал е по-ниска от нормата на възвръщаемост, която се получава от капитала, използването на

Таблица 5. Отрицателно влияние на ползването на кредит върху нетната печалба от един лев собствен капитал

Показатели	Търговско гружество А	Търговско гружество Б
Печалба от дейността	40 000	40 000
Собствен капитал (Е)	400 000	200 000
Дълг (D)	0	200 000
Финансови разходи за лихви	0	30 000
Печалба преди данъци	40 000	10 000
Данък върху печалбата 10 %	4000	1000
Нетна печалба	36 000	9000
Нетна печалба от 1 лв. собствен капитал	0,09 (9 %)	0,045 (4,5 %)

Таблица 6. Изменение на нетната печалба в следствие на увеличението на печалбата от дейността с 10 %

Показатели	Търговско гружество А	Търговско гружество Б
Печалба от дейността	110 000	110 000
Собствен капитал (Е)	400 000	200 000
Дълг (D)	0	200 000
Финансови разходи за лихви	0	30 000
Печалба преди данъци	110 000	80 000
Данък върху печалбата 10 %	11 000	8 000
Нетна печалба	99 000	72 000
Изменение на нетната печалба	+10 %	+14,29 %

Таблица 7. Изменение на нетната печалба вследствие на намалението на печалбата от дейността с 10 %

Показатели	Търговско гружество А	Търговско гружество Б
Печалба от дейността	90 000	90 000
Собствен капитал (Е)	400 000	200 000
Дълг (D)	0	200 000
Финансови разходи за лихви	0	30 000
Печалба преди данъци	90 000	60 000
Данък върху печалбата 10 %	9000	6000
Нетна печалба	81 000	54 000
Изменение на нетната печалба	-10 %	-14,29 %

кредит е в интерес на гружеството, защото повишава нетната печалба от един лев собствен капитал.

В случай че нормата на възвръщаемост от капитала е по-ниска от цената на финансиране с кредити, се получава обратният ефект.

Изводът е, че, когато цената на финансирането с привлечения капитал е по-висока от нормата на възвръщаемост, която се получава от капитала, използването на кредит не е подходящо, защото намалява нетната пе-

чалба от един лев собствен капитал.

Използването на кредит поражда финансов риск за търговското гружество. Той се изразява в това, че при промяна на печалбата от дейността ще се предизвика различна степен на изменение на нетната печалба в зависимост от относителния дял на капитала от кредити.

Анализът показва, че при една и съща промяна на печалбата от дейността се получава различна степен на изменение

Статии

Таблица 8. Анализ на връзката между нетната печалба и промяната на печалбата от дейността в зависимост от относителния дял на капитала, получен от кредити (% , хил.лв.)

	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
- 90%	9	3,6	-2	-8	-14	-20	-26	-32	-38	-44	-50
- 60%	36	30,6	25,2	19,8	14,4	9	3,6	-2	-8	-14	-20
- 30%	63	57,6	52,2	46,8	41,4	36	30,6	25,2	19,8	14,4	9
0	90	84,6	79,2	73,8	68,4	63	57,6	52,2	46,8	41,4	36
+ 30%	117	111,6	106,2	100,8	95,4	90	84,6	79,2	73,8	68,4	63
+ 60%	144	138,6	133,2	127,8	122,4	117	111,6	106,2	100,8	95,4	90
+ 90%	171	165,6	160,2	154,8	149,4	144	138,6	133,2	127,8	122,4	117

на нетната печалба. Нетната печалба на търговско дружество Б се променя в по-голяма степен от нетната печалба на търговско дружество А. Колкото по-голям е относителният дял на привлечения капитал в общия капитал на търговското дружество, толкова по-голяма ще бъде степенята на изменение на нетната печалба. Това означава, че при нарастване на печалбата от дейността, нетната печалба ще нараства в по-голяма степен, а при намаляване на печалбата от дейността, нетната печалба ще намалява в по-голяма степен. Следова-

чалба. Повишава се т.нар. финансов риск на търговското дружество.

Да приемем, че анализираме предприятие с общ капитал 400 хил. лв. Лихвата по кредитите е 15 %, а самите лихви се признават ганъчно като финансови разходи. Нетната печалба зависи от изменението на печалбата от дейността и от относителния дял на дълга в общия капитал.

Използването на дълг при финансирането на предприятието води до това, че нетната печалба се изменя в по-голяма степен от изменението на печалбата от дейността. Кол-

Таблица 9. Анализ на риска по отношение на получаването на нетна печалба в зависимост от относителния дял на капитала, получен от кредити

	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
-90%	-90	-95,74	-102,53	-110,84	-120,47	-131,75	-184,97	-161,30	-181,20	-206,28	-238,89
-60%	-60	-63,83	-68,18	-73,17	-78,95	-85,71	-93,75	-103,83	-117,09	-133,82	-155,56
-30%	-30	-31,91	-34,09	-36,59	-39,47	-42,86	-46,88	-51,72	-57,69	-65,22	-75
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+30%	30	31,91	34,09	36,59	39,47	42,86	46,88	51,72	57,69	65,22	75
+60%	60	63,83	68,18	73,17	78,95	85,71	93,75	103,45	115,38	130,43	150
+90%	90	95,74	102,27	109,76	118,42	128,57	140,63	155,17	173,08	195,65	225

телно, увеличаването на относителния дял на привлечения капитал води до увеличаване на риска по отношение на нетната пе-

чало, което е по-голям относителният дял на дълга, толкова в по-голяма степен се изменя нетната печалба вследствие на изменението

на печалбата от дейността. Следователно, колкото е по-голям относителният дял на дълга при финансирането, толкова по-висок е финансовият риск на предприятието.

Влиянието на капиталовата структура на търговското дружество върху нетната печалба се нарича "ефект на финансовия лост" (финансов ливъридж).

Показатели за финансов ливъридж DFL:

$$DFL_1 = \frac{Q(P - V) - F - A}{Q(P - V) - F - A - I} \quad (2)$$

където :

Q е обемът на производството (продажбите) в натурално изражение;

P – продажната цена на единица продукция;

V – променливите разходи за производството на единица продукция;

F – условно-постоянните разходи без разходите за амортизация;

A – разходите за амортизация;

I – финансовите разходи за лихви по кредити.

Показателят DFL_1 може да се представя в опростен вид като:

DFL_1 = Печалба преди лихви и данъци: (Печалба преди лихви и данъци - Финансови разходи за лихви по кредити)

$$\frac{EBIT}{EBIT - I} \quad (3)$$

⁵ Уравнението се извежда по следния начин:

$$\beta_a = \frac{D}{D+E} \beta_d + \frac{E}{D+E} \beta_c,$$

където:

β_a е бета на активите

β_c – бета на собствения капитал

β_d – бета на дълга

Хамада приема, че β_d е 0, защото паричните потоци по дълга са фиксирани и че лихвените проценти по дълга не се променят при промяна на капиталовата структура. Освен това се приема, че лихвените проценти по дълга са равни на безрисковите. $r_d = r_f$, където:

r_d е нормата на възвръщаемост, която се изисква от кредиторите;

r_f – безрисковата норма

Тогава уравнението придобива вида:

$$\beta_a = \frac{D}{D+E} \beta_c.$$

$$\text{Следователно: } \beta_c = \frac{(D+E)}{E} \beta_a \text{ и } \beta_c = 1 + \left(1 + \frac{D}{E}\right) \beta_a.$$

Като се вземе предвид данъчният щит от данъчното признаване на лихвите като финансови разходи, се получава:

$$\beta_c = \left(1 + (1-T) \frac{D}{E}\right) \beta_a.$$

Когато няма дълг, $\beta_c = \beta_a$.

Тъй като по условие е прието, че бета на дълга е нула, β_a представлява бета на собствения капитал, вложен в активите на дружество без дълг, а β_c представлява бета на собствения капитал, вложен в активите на дружество с дълг.

DFL1 =

За търговско дружество А:

$$DFL1 = 100\,000 : 100\,000 = 1$$

За търговско дружество Б:

$$DFL1 = 100\,000 : 70\,000 = 1,429$$

DFL2 = % на изменение на нетната печалба:

% на изменение на печалбата от дейността

За търговско дружество А:

$$DFL2 = 10 : 10 = 1$$

За търговско дружество Б:

$$DFL2 = 14,29 : 10 = 1,429$$

Показател за общ ливъридж:

$$DOL \times DFL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F - A - I} \quad (4)$$

Влиянието на капиталовата структура върху риска на доходите за собствениците на предприятието се представя чрез връзката между Бета коефициента с ливъридж и Бета коефициента без ливъридж.

Връзката на Бета без финансов ливъридж и Бета с финансов ливъридж се представя, според Хамада, чрез следното уравнение⁵:

$$\beta_{UL} = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - T) \frac{D}{E}\right]}, \quad (5)$$

Статии

където:

β_L е бета коефициент, включващ частта, която оценява финансовия риск (бета на собствения капитал на предприятие, което използва лихвоносен дълг);

β_{UL} – бета коефициент, без частта, която оценява финансовия риск (бета на собствения капитал на предприятие, което не използва лихвоносен дълг);

T – данъчна тежест при облагане на печалбата;

D – стойността на дълга;

E – стойността на собствения капитал.

Уравнението е изведено на основата на теорията за влиянието на капиталовата структура на Милър и Модилиани и на Модела за оценка на капиталовите активи. Според това уравнение се приема, че Бета с ливъридж е в линейна зависимост от съотношението Дълг/Собствен капитал и че цената на финансиране с дълг не се променя независимо от изменението на капиталовата структура. Следователно, уравнението не отчита риска от неизпълнение на кредитните задължения. Прилагането на модела на Хамада се основава на допускането, че лихвените проценти по дълга са равни на безрисковата норма и не съдържат лихвен спрег.

С помощта на уравнението на Хамада се изчислява фундаменталната Бета. Изчислява се Бета на дейността, като се ползват данните за отрасъла. Прилага се уравнение (1) със средната данъчна тежест за предприятията в отрасъла и средната капиталова структура. След това се изчислява Бета на собствения капитал (на акциите) на предприятието или проекта, който оценяваме.

$$\beta_a = \beta_{UL} \left[1 + (1 - T_a) \frac{D_a}{E_a} \right] , \quad (6)$$

където:

β_a е бета коефициент на акцията a , съответно на собствения капитал, вложен в гружество a ;

β_{UL} – бета коефициент, без частта, която оценява финансовия риск (когато ползваме средните стойности за отрасъла, е бета β_{UL} на дейността);

D_a – стойността на дълга на предприятие (инвестиционен проект) a ;

E_a – стойността на собствения капитал на предприятие (инвестиционен проект) a ;

T_a – данъчната тежест при облагане на печалбата на предприятие (инвестиционен проект) a .

Уравнението на Хамада не отчита риска от неплащане на дълга и в него се приема, че цената на финансиране с дълг е равна на безрисковата норма на възвръщаемост. В действителност цената на финансиране с дълг е по-висока и включва в себе си спрега, отчитащ кредитния риск. Основното допускане в уравнението на Хамада противоречи на реалните условия. Това налага корекции на уравнението за отчитане на риска на дълга. Корекция на уравнението на Хамада предлага Коен⁶. Отчита се, че в действителност относителният дял на дълга определя лихвения спрег над безрисковата норма.

По същия проблем работи Рубен Д. Коен⁷. Коен⁸ предлага да се използва преизчисленият лихвен дълг на предприятието в уравнението на Хамада. Преизчисленият дълг (D^*) е равен на разходите за лихви, разделени на безрисковата норма.

$$D^* = \frac{r_d D}{r_f} . \quad (7)$$

Следователно, уравнението за изчисляване на Бета без ливъридж приема следния вид:

⁶ Цит. от Коен, цит. съч. [6], с. 63-64.

⁷ Р. Д. Коен е известен британски икономист, работещ в екипа за анализ на риска към Ситигруп, с над 50 публикации в областта на корпоративни финанси и инвестиции – б. а.

⁸ Цит. съч. [6], с. 61-67.

$$\beta_{UL} = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1-T) \frac{D^*}{E} \right]} \quad (8)$$

Ако се замести D^* с неговото равно, се получава:

$$\beta_{UL} = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1-T) \frac{r_d}{r_f} \cdot \frac{D}{E} \right]} \quad (9)$$

В такъв случай изчисляването на Бета а ще изисква прилагането на следната формула:

$$\beta_a = \beta_{UL} \left[1 + (1-T_a) \frac{r_{da}}{r_f} \cdot \frac{D_a}{E_a} \right], \quad (10)$$

където:

β_a е бета коефициент на собствения капитал на предприятие (инвестиционен проект) а;

β_L – бета коефициент, включващ частта, която оценява финансовия риск,

β_{UL} – бета коефициент, без частта, която оценява финансовия риск (когато ползваме средните стойности за отрасъла, β_{UL} е бета на дейността).

Ако сравним модела на Хамада и модела на Коен, се установява, че бета коефициентът с ливъридж, изчислен по модела на Хамада, е по-нисък от бета коефициента с ливъридж, изчислен по модела на Коен. Бета без ливъридж се надценява.

При анализа на финансовия риск на предприятията следва да се решат два въпроса, по които се води дискусия. Първият въпрос е какво трябва да се включи в състава на дълга на дружеството, който поражда финансов риск.

В специализираната литература се поддържат две противоположни становища. Повечето от авторите приемат, че финансовият риск се определя от капиталовата структура на предприятието, а капиталовата структура представлява относителния дял на източниците на дългосрочно финансиране. Следователно, те приемат, че финансовият риск се поражда само от дългосрочния дълг. Това твърдение се поддържа от много автори⁹.

Противоположно становище се поддържа от тези, които приемат, че финансовият риск се поражда от дългосрочния и краткосрочния дълг, по които се плащат лихви (лихвения дълг)¹⁰. Аргументи в полза на това становище:

- Анализът показва, че 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.

Вторият въпрос е как да се определи стойността на дълга и съответно неговият относителен дял в капитала на дружеството. На практика най-често стойността на дълга се определя по балансова стойност¹¹, въпреки че в специализираната литература се препоръчва стойността на дълга се определя по пазарна стойност¹².

⁹ Brealey, R. A., S. Myers, C. Allen. 2006, Principes de gestion financiere, Pearson Education France, p. 511, p. 553; Brealey, R. A., S. C. Myers, A. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill Primis, p. 8.

¹⁰ Виж по-подробно Бригхем, Ю. Ф. и М. С. Эрхаргт, 2009, Финансовый менеджмент, Питер, с. 128, а също и Fabozzi, F. J., P. P. Peterson, 2003, Financial Management and Analysis, Wiley, p. 583.

¹¹ Повечето от специалистите в практиката изследват капиталовата структура на база на счетоводната информация – б. а.

¹² Бригхем, Ю. Ф. и М. С. Эрхаргт, 2009, Финансовый менеджмент, Питер, с. 680; Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen, 2006, Principes de gestion financiere, Pearson Education France, p. 54.

Статии

В специализираната литература по-вечето автори приемат, че капиталовата структура следва да се изчислява на база на пазарните стойности на собствения капитал и на дълга. Тази препоръка обаче произтича от това, че капиталовата структура се свързва с изчисляването на средно претеглената цена на капитала, която се основава на цената на финансиране със собствен капитал и цената на финансиране с дълг. Дотолкова, доколкото и цената на финансиране със собствен капитал, и цената на финансиране с дълг се

изчисляват на база на пазарна информация, готолкова и относителните тегла следва да бъдат определени по съответния начин. При анализа на риска на предприятието обаче се изследва влиянието върху нетната печалба, изчислена на база на счетоводните принципи. Вземат се предвид фактическите лихви по кредити. Логично е да се приеме, че капиталовата структура следва да бъде изчислена на основата на счетоводната информация.

В подкрепа на това становище са и следните два аргумента:

Таблица 10. Избрани публични акционерни дружества, участващи в ВГ 40

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 - 2008
НЕОХИМ АД	0,2472	0,2529	0,1597	0,2817	0,3001	0,2483	0,2900	0,1303
Оргакхим Русе	0,6459	0,2888	0,2801	0,2892	0,2779	0,3066	0,2676	-0,0125
Албена АД	0,2604	0,2900	0,3163	0,2927	0,2969	0,2886	0,2451	-0,0712
Енемона АД	0,6744	0,2787	0,4282	0,3624	0,3500	0,3537	0,4295	0,0013
Каолин АД Сеново	0,5197	0,1200	0,3294	0,3771	0,3805	0,3812	0,3695	0,0401
Монбат АД София	0,0445	0,2365	0,2264	0,2531	0,2413	0	0,2404	0,014
Оловно-цинков комплекс АД Кърджали	0,3842	0,3411	0,6197	0,6099	0,6172	0,6191	0,7235	0,1038
Зърнени храни АД	0,3321	0,3692	0,4059	0,2932	0,2928	0,2872	0,2950	-0,1109
Спарки Елтос АД	0,5085	0,1317	0,2021	0,2858		0,2904	0,2818	0,0797
Албена Инвест Холдинг АД	0,0310	0,0238	0,0321	0,0188		0,0124	0,0097	-0,0224
Еврохолд България АД	0,4654	0,2220	0,3326	0,3293	0,3545	0,3415	0,2999	-0,0327
Индустриален капитал холдинг	0,0841	0,0739	0,1967	0,1373	0,1486	0,1579	0,1366	-0,0601
Петрол АД	0,6025	0,5829	0,3536	0,3501	0,3529	0,3554	0,3428	-0,0108
Синергон Холдинг	0,1893	0,1681	0,1970	0,1691	0,1783	0,1707	0,1780	-0,019
Стара планина Холд	0,1353	0,0717	0,0409	0,0219	0,0227	0,0352	0,0339	-0,007
Топливо АД София	0,2722	0,2799	0,2751	0,1512	0,1727	0,1748	0,1668	-0,1083
Химимпорт АД	0,7418	0,6111	0,5402	0,0922	0,0886	0,0709	0,1814	-0,3588
Холдинг Варна АД	0,5621	0,2186	0,1876	0,1468	0,1472	0,1436	0,1801	-0,0075
Средно	0,3516	0,2482	0,2799	0,2491	0,2511	0,2493	0,2424	-0,0375

- пазарните стойности са много по-променливи и се влияят от състоянието на самия капиталов пазар (това ясно личи в условията на финансово-икономическата криза);
- много малка част от предприятията са публични акционерни дружества с пазарна

цена на дяловете и дълговите си инструменти. Преобладаващата част от предприятията са или с друга организационно-правна форма, или не са публични, или са публични, но нямат активна търговия на техни акции или облигации. За всички

Таблица 11. Финансова структура на групата на големите предприятия

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
СОФАРМА	0,3494	0,4277	0,4300	0,3738	0,3691	0,3628	0,3666	-0,0634
София БТ АД	0,3868	0,5419	0,6025	0,5405	0,4274	0,3424	0,4126	-0,1899
НЕОХИМ АД	0,3699	0,4299	0,2661	0,3443	0,3332	0,3373	0,3537	0,0876
Орграхим Русе	0,7303	0,3553	0,3730	0,3302	0,3447	0,3960	0,3449	-0,0281
Албена АД	0,3149	0,3384	0,3593	0,3072	0,3154	0,3472	0,2837	-0,0756
Енемона АД	0,7937	0,4212	0,5253	0,4960	0,4603	0,4773	0,5440	0,0187
Каолин АД Сеново	0,6136	0,2332	0,4101	0,4578	0,4541	0,4617	0,4376	0,0275
Монбат АД София	0,1320	0,3191	0,2981	0,3407	0,3380		0,3278	0,0297
Оловно-цинков комплекс АД Кърджали	0,4377	0,5614	0,7290	0,7244	0,7299	0,7394	0,7544	0,0254
Зърнени храни АД	0,3860	0,4646	0,4258	0,4080	0,4081	0,4090	0,5687	0,1429
Спарки Елтос АД	0,5545	0,1819	0,2404	0,3266		0,3362	0,3408	0,1004
Албена Инвест Холдинг АД	0,1124	0,1078	0,0933	0,0831		0,0851	0,0899	-0,0034
Еврохолд България АД	0,6261	0,2715	0,4642	0,4019	0,4141	0,4157	0,3518	-0,1124
Индустриален капитал холдинг	0,1446	0,1251	0,3068	0,2196	0,2354	0,2608	0,2331	-0,0737
Петрол АД	0,7133	0,7065	0,4154	0,4018	0,4038	0,3999	0,3906	-0,0248
Синергон Холдинг	0,2958	0,2683	0,2728	0,2514	0,2459	0,2486	0,2419	-0,0309
Стара планина Холд	0,3106	0,1900	0,1461	0,1213	0,1443	0,1996	0,1887	0,0426
Топливо АД София	0,4053	0,3924	0,3659	0,2718	0,2553	0,2597	0,2498	-0,1161
Химимпорт АД	0,7614	0,7026	0,7101	0,2775	0,2639	0,2814	0,2815	-0,4286
Холдинг Варна АД	0,6140	0,2985	0,2469	0,1891	0,1902	0,1842	0,2791	0,0322
Средно	0,3853	0,3624	0,3811	0,3366	0,3502	0,3355	0,3443	-0,0368

Статии

тези предприятия използването на пазарни стойности би означавало да се преизчисляват счетоводните стойности с помощта на актуални пазарни норми на възвръщаемост. Такъв подход крие риск от неточност и изкривяване на оценката.

Финансовият риск се изразява в това, че изменението на нетната печалба вследствие на изменението на печалбата от дейността е в различна степен. Тъй като изменението на печалбата от дейността изразява бизнес риска, финансовият риск е допълнителен риск, който се поражда от използването на лихвен дял. Би следвало да се очаква, че в условия на финансово-икономическа криза предприятията ще се стремят да намаляват фи-

нансовия риск и да противодействат на общата икономическа нестабилност.

Анализ на капиталовата структура на публични акционерни дружества в България за периода 2006-2010 г.¹³

Анализът е направен за период, който обхваща както две години преди кризата, така и 2009 г. и 2010 г., в които трябва да се очаква промяна на капиталовата структура. Избрани са публични акционерни дружества, които участват в ВГ 40.

От 21 предприятия в шест има увеличение на относителния дял на лихвения дял в капитала. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има намаление на относителния дял на лихвения дял с 3,75 процентни пункта.

Таблица 12. Капиталова структура на групата на средните предприятия¹⁴

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
Арома АД	0,1867		0,0357	0,025	0,0059	0	0,0991	0,0634
Слънчев бряг АД	0,1207	0,0091	0	0	0	0	0	0
Слънчев ген АД	0,5226	0,7536	0,7606	0,7613	0,7760	0,7734	0,7900	0,0294
Св.Св.Константин и Елена Холдинг АД	0,5096	0,5568	0,5467	0,5658	0,5595	0,5978	0,5316	-0,0151
М+С Хидравлик АД Казанлък	0,2618	0,2214	0,2058	0,1431	0,1437	0,1284	0,0991	-0,1067
Българска роза Севтополис АД	0,2277	0,1129	0,1108	0,0311	0,0390	0,0385	0,1172	0,0064
Доверие Обединен холдинг	0,3213	0,3193	0,2237	0,1282	0,1284	0,1241	0,0136	-0,2101
Елхим Искра АД Пазарджик	0,1102	0,1361	0,0473	0,0032	0,0026	0,0021	0	-0,0473
Захарни заводи Г.Оряховица	0,8513	0,6980	0,7520	0,7028	0,7053	0,6944	0,5894	-0,1608
ТК Холг АД	0,0786	0,0709	0,1328	0,0594		0,0581	0,0360	-0,0968
Фазерлес	0	0	0,1034	0,1557	0,1460	0,1333	0,0973	-0,0061
Средно	0,2599	0,2725	0,2398	0,2016	0,2163	0,1974	0,1759	-0,0639

¹³ Анализът е направен на база на данни от годишните и междинните тримесечни финансови отчети на дружествата от сайта на БФБ – София АД, и изчисления на автора – б. а.

¹⁴ Средни предприятия – с годишен оборот не по-малък от 19,5 млн.лв. и не по-висок от 97,5 млн.лв., или активи не по-малко от 19,5 млн.лв. и не повече от 84 млн.лв.

Статии

От 21 предприятия в девет има увеличение на относителния дял на всички пасиви в капитала. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези

Таблица 13. Финансова структура на групата на средните предприятия

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
Арома АД	0,3137		0,2424	0,2013	0,1877	0,1804	0,2397	-0,0027
Слънчев бряг АД	0,1444	0,0588	0,0572	0,0518	0,0491	0,0762	0,0758	0,0186
Слънчев ген АД	0,5784	0,7662	0,7693	0,7750	0,7923	0,7913	0,8181	0,0488
СВ.СВ. Константин и Елена Холдинг АД	0,6429	0,6712	0,6800	0,6698	0,6604	0,6627	0,6200	-0,06
М+С Хидравлик АД Казанлък	0,4144	0,3655	0,3082	0,2472	0,2544	0,2924	0,2194	-0,0888
Българска роза Севтополис АД	0,3258	0,1756	0,1675	0,1038	0,1043	0,1002	0,1872	0,0197
Доверие Обединен холдинг	0,3570	0,4516	0,3116	0,3165	0,3242	0,3217	0,3380	0,0264
Елхим Искра АД Пазарджик	0,1520	0,1944	0,0956	0,0793	0,0799	0,0841	0,0962	0,0006
Захарни заводи Г. Оряховица	0,8879	0,7804	0,8082	0,7752	0,7764	0,7678	0,8101	0,0019
ТК Холд АД	0,3044	0,2597	0,2591	0,2337		0,2433	0,2452	-0,0139
Фазерлес	0,0820	0,0740	0,1480	0,1795	0,1611	0,1573	0,1568	0,0088
Средно	0,3592	0,3679	0,3313	0,3118	0,3186	0,3122	0,3236	-0,0077

Финансов риск

предприятията има намаление на относителния дял на пасивите с 3,68 процентни пункта.

От 11 предприятия в три има увеличение на относителния дял на лихвения дял в капи-

Таблица 14. Капиталова структура на групата на малките предприятия¹⁵

предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
Стоманени профили АД София	0,0858	0,1531	0,1672	0,3030	0,3034	0,3065	0,2658	0,0986
Шумен Табак АД	0	0	0	0,0821	0,0530	0,0432	0	0
Светлина АД Сливен	0	0	0	0,0312	0,0312	0,0266	0	0
НИТЕКС 50 АД	0,7740	0,3670	0,9692	0,0833	0,0741	0,0075	0,6897	-0,2795
Северокооп Гъмза холдинг АД	0,0542	0,0065	0,0044	0,0040	0,0041	0,0040	0,0057	0,0013
Средно	0,1828	0,1053	0,2282	0,1007	0,0932	0,0776	0,1922	-0,036

¹⁵ Малки предприятия – с годишен оборот не по-малък от 3,9 млн.лв. и не по-висок от 19,5 млн.лв. или активи не по-малко от 3,9 млн. лв. и не повече от 19,5 млн.лв.

Статии

тала. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има намаление на относителния дял на лихвения дял с 6,39 процентни пункта.

От 11 предприятия в групата три

центни пункта. Този резултат не следва да се счита за показателен поради твърде големите разлики в показателите и малкия брой на предприятията.

От пет предприятия в две има увели-

Таблица 15. Финансова структура на групата на малките предприятия

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
Стоманени профили АД София	0,2188	0,2540	0,2884	0,3236	0,3239	0,3255	0,4210	0,1326
Шумен Табак АД	0,7067	0,6753	0,4646	0,5375	0,5463	0,5597	0,5839	0,1193
Светлина АД Сливен	0,0506	0,0530	0,0470	0,0512	0,0400	0,0348	0,0394	-0,0076
НИТЕКС 50 АД	0,8106	0,7026	0,9922	0,9736	0,9792	0,9155	0,7797	-0,2125
Северкооп Гъмза холдинг АД	0,2174	0,0886	0,0604	0,0487	0,0542	0,0575	0,0528	-0,0076
Средно	0,4008	0,3547	0,3705	0,3874	0,3887	0,3786	0,3754	0,0049

имат намаление на относителния дял на пасивите в общия обем на капитала, вложен в активите. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има намаление на относителния дял на пасивите с 0,77 процентни пункта.

От пет предприятия в четири има увеличение на относителния дял на лихвения

чение на относителния дял на пасивите в капитала, вложен в активи. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има увеличение на относителния дял на пасивите с 0,49 процентни пункта. Този резултат не следва да се счита за показателен поради твърде големите разлики в показателите и малкия брой на предприятията.

Таблица 16. Капиталова структура на групата на микропредприятията

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
СИМАТ АД	0	0	0	0,0110	0,0075	0,0075	0,0084	0,0084
СИРМА АД	0,4039	0,1743	0,1208	0,1423	0,1212	0,1433	0,0968	-0,024
Оригинал АД	0,3876	0,4129	0,3181	0,4466	0,5114	0,5714	-	-
Средно	0,2638	0,1957	0,1463	0,2000	0,2134	0,2407	0,0351	-0,1112

дял в капитала. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има намаление на относителния дял на лихвения дял с 3,6 про-

центни пункта. Този резултат не следва да се счита за показателен поради твърде големите разлики в показателите и малкия брой на предприятията.

Таблица 17. Финансова структура на групата на микропредприятията

Предприятие	12.2006	12.2007	12.2008	12.2009	03.2010	06.2010	12.2010	Разлика 2010 -2008
СИМАТ АД	0,0768	0,1232	0,1162	0,1254	0,1168	0,1204	0,1214	0,0052
СИРМА АД	0,6447	0,4203	0,3472	0,3404	0,3434	0,3444	0,3501	0,0029
Оригинал АД	0,8978	0,8796	0,7978	0,8821	0,9136	0,9300	1,3509	0,5531
Средно	0,5398	0,4744	0,4204	0,4493	0,4579	0,4649	0,6075	0,1871

тези предприятия има намаление на относителния дял на лихвения дял с 11,12 процентни пункта. Този резултат не следва да се счита за показателен поради твърде големите разлики в показателите и малкия брой на предприятията.

От 3 предприятия всички имат увеличение на относителния дял на пасивите в капитала. Към края на 2010 г. спрямо края на 2008 г. се установява, че средно за тези предприятия има увеличение на относителния дял на пасивите с 18,71 процентни пункта. Този резултат също не следва да се счита за показателен, поради твърде големите разлики в показателите и малкия брой на предприятията.

Анализът показва, че в условия на икономическата криза през изследвания период не се забелязва ясно изразена тенденция към намаляване на относителния дял на лихвения дял в общия капитал на предприятията. Установява се, че както при големите, така и при средните, малките и микропредприятията промените в капиталовата структура не са едностранни. Само част от предприятията са успели да компенсират повишаването на бизнес риска в условията на кризата с намаляване на финансовия риск.

Литература:

Бригхем, Ю. Ф., М. С. Эрхаргт, 2009. Финансовый менеджмент, Питер, СП.

Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen., 2006, Principes de gestion financiere, Pearson Education France.

Brealey, R. A., S. C. Myers, A. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill Primis.

Cohen, R. D., 2001, An Implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on the Relation between Equity and Debt, Citibank internal memo.

Cohen, R. D., 2004, An Analytical Process for Generating the WACC Curve and Locating the Optimal Capital Structure, Wilmott Magazine, November Issue, p. 86.

Cohen, R. D., 2008, Incorporating Default Risk into Hamada's Equation for Application to Capital Structure, Citigroup, London, p. 62-68.

Damodaran, A., 2006, Finance d, enterprise – Theorie et pratique, De Boeck and Larcier s.a.

Hamada, R. S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, The Journal of Finance, May issue, 1972, p. 435.

Ross, S. A., R. W. Westerfield, J. F. Jaffe, 2005, Finance Corporate Dunod, Paris.

www.bse-sofia.bg

www.investor.bg