

Ефектът на финансовия лост и растежът на промишлената компания

доц. д-р Надежда Николова
УНСС, катедра „Финанси“
тел. 8195652

Резюме: Статията е посветена на един все още недостатъчно познат в България и слабо застъпен в практиката на българските компании научен метод на съвременния корпоративен финансов мениджмънт. Този метод дава възможност преднамерено да се въздейства позитивно върху растежа на пазарната стойност на компанията посредством подходящо структуриране на източниците за финансиране на нейните инвестиционни проекти.

Изложението е базирано на обзор на теоретични постановки, като в центъра на вниманието е поставена възможността за конструиране на т.нар. *финансов лост* – специфичен механизъм, чрез който според съвременната управленска финансова теория капиталовоструктурната политика на промишлената компания оказва влияние върху нейната пазарна стойност. Привържениците на тезата за финансов лост смятат, че ключова роля при реализирането на основополагащия принцип на корпоративното финансово управление за максимизиране богатството на акционерите имат решенията относно капиталовата структура – съотношението между собствения капитал (отъждествяван в теорията с обикновените акции на компанията) и привлечения от нея

гълов капитал (отъждествяван в теорията с издадените от компанията облигации).

Демонстрираният понастоящем от страна на ръководствата на множество нововъзникнали български компании засилен интерес към финансирането чрез фондовата борса, от една страна, и от друга страна – регистрираните случаи на негативни ефекти върху финансовото състояние на някои от компаниите, осъществили вече такова финансиране, подсказват за необходимостта от по-широкото осветляване на самата теза за финансов лост, на методологията на нейното практическо приложение, както и на евентуалните ефекти на този специфичен финансов механизъм върху растежа на промишлената компания. Във връзка с това на базата на примерни данни в статията е представена методология за практическо конструиране на финансов лост с цел въздействие чрез структуриране на източниците за финансиране на инвестиционните проекти върху нетния доход на компанията и по този начин върху нарастването на общата ѝ пазарна стойност или капитализация.

Ключови думи: капиталова структура; коефициент „дълг/капитал“, източници за финансиране, инвестиционни проекти, финансов лост, брутна печалба преди лихви и данъци, нетен доход на една акция, пазарна стойност на компанията.

JEL: G30, G31.

Увод

В съвременната корпоративна управленска теория доминиращо е допускането, че като водещ мотив на корпоративния финансов мениджмънт следва да се визира максимизирането на изгодата за акционерите, максимизирането на тяхното благосъстояние, изразено в пазарната стойност на притежаваната от тях компания. Теоретиците са единодушни, че задължителна предпоставка за това са ефективните инвестиционни решения. В теорията обаче битува и една твърде оспорвана, но все още необорена теза, според която капиталово-структурната политика на компанията също оказва влияние върху нейната пазарна стойност. Привържениците на тази теза считат, че ключова роля при реализирането на основополагащия принцип на корпоративното финансово управление за максимизиране богатството на акционерите имат решенията относно капиталовата структура – съотношението между собствения капитал (отъждествяван в теорията с обикновените акции на компанията) и привлечения от нея дългов капитал (отъждествяван в теорията с облигациите на компанията). Във връзка с това се лансира идеята за т.нар. лостов или ливъридж¹ ефект – специфичен ефект на въздействие на капиталовата структура върху пазарната стойност на обикновените акции на компанията и оттам върху общата ѝ пазарна стойност или капитализация.

Целта на предлаганата статия е да представи накратко концептуалните основи на финансовия лост и да акцентира върху методологията на практическото му конструиране при избора на варианти за финансиране на инвестиционните проекти на компанията,

реализацията на които да максимизира благосъстоянието на нейните собственици – акционерите.

1. Концептуални основи на финансовия лост

Лостовият или ливъридж ефектът се проявява, когато компанията си набавя капитал чрез емисията на корпоративни облигации, представляващи по-евтин дългосрочен дългов източник на финансиране в сравнение с акциите. „В разбирането за *финансовия ливъридж* – пише Дж. Ван Хорн – влиза използването на земни средства, за които фирмата изплаща фиксирани лихви, за увеличаване на доходите по обикновените акции”². Увеличаването на доходите по обикновените акции на компанията ги прави по-желани от страна на инвеститорите. Търсенето им се увеличава и това рефлектира в повишаване на пазарната им цена, което пък покачва общата пазарна стойност на компанията (сбора от пазарната стойност на емитираните от компанията обикновени акции и пазарната стойност на емитираните от нея облигации).

В корпоративната управленска теория и практика на водещите в икономическо отношение страни за измерването на капиталовата структура се използва специален коефициент „дълг/капитал”, известен и като *ливъридж*,³ при изчисляването на който се прилагат два подхода.

При единия подход ливъриджът L се изчислява, като дългосрочният дългов капитал на компанията D (пазарната стойност на издадените от нея облигации) се раздели на целия дъл-

¹ От англ. *leverage* – лостов механизъм.

² Ван Хорн, Дж., Основы управления финансами, Пер. с англ., Изд. „Финансы и статистика”, М., 1996, с. 449.

³ Brealey, R., S. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York, 1996; Финанси – теория, практика. Авторски колектив, УИ „Стопанство”, С., 2000, с. 313.

госрочен капитал, с който тя се финансира (пазарната стойност на обикновените акции на компанията А и на нейните облигации D). Изразено с формула, това изглежда така:

$$L(G) = \frac{D}{D + A} \quad (1)$$

Във втория случай капиталовата структура се измерва със съотношението между пазарната стойност на дългосрочната задлъжнялост на компанията D и съответно на собствения ѝ капитал A:⁴

$$L = D/A \quad (2)$$

Ако корпорацията се финансира само със собствен капитал (при нулев дългосрочен дълг), няма ливъридж – коефициентът „дълг/капитал“ е равен на нула. Колкото относителният дял на пазарната стойност на дълга в общата пазарна стойност на капитала, с който се финансира корпорацията, е по-голям, толкова по-голяма част от нейната печалба ще отива за изплащане на лихви и следователно толкова по-малка част от печалбата ще остава за дивиденди на акционерите. Ето защо някои автори смятат, че повишената задлъжнялост мотивира стремеж към постигане на по-висока възвръщаемост на корпоративните инвестиции и именно от тази гледна точка може да се каже, че като цяло ималостов (leverage) ефект за корпорацията. Така например М. Матеев пише следното: „Презумпцията е, че колкото ливъриджът, т.е. относителният дял на дълга, е по-голям (по-висок) в общата сума на капитала на фирмата, толкова по-голяма част от печалбата ще се изплаща под формата на

лихви и по-малка част от нея ще остава за дивиденди на акционерите. *Именно това стимулира към постигането на по-висока рентабилност* (подчертаното – Н.Н.)”⁵.

Обяснимо е, че на практика не е възможно да бъде поддържано едно постоянно съотношение между дългов и собствен капитал в източниците за финансиране на компанията. Както показват наблюденията във водещите в икономическо отношение страни обаче, компаниите се стремят по възможност да ограничават промените в това съотношение и финансовите мениджъри на българските компании би следвало да се съобразяват с това, когато предлагат финансови решения. Доказано е, че по-чувствителното нарастване на коефициента „дълг/капитал“ предизвиква у кредиторите по-силно усещане за несигурност (risk) и за да предоставят заеман капитал на компанията, те искат по-висока лихва. Аналогично на това, по-голямата несигурност относно бъдещите печалби и дивиденди води до нарастване на изискваната от акционерите норма на възвръщаемост от капитала, вложен в издадените от компанията акции. Подобен възглед отстоява например Дж. Ван Хорн. „Доколкото – пише по-конкретно той – увеличаването на ливъриджа влече след себе си повишаване на риска по доходите на държателите на обикновени акции, ние се сблъскваме с вече познатата алтернатива на риска и очаквания доход. Увеличаването на очаквания доход води до повишаване на пазарната цена на акциите (при равни други условия), увеличаването на риска – до понижаване цената на акциите (също при равни други условия)”⁶.

⁴ При определени значения на D и A формули (1) и (2) дават изразения в коефициентна форма относителен дял на пазарната стойност на дългосрочния дългов капитал в общата пазарна стойност на дългосрочния капитал, с който се финансира корпорацията. Стойността на показателите за корпоративната капиталова структура може да се изрази и в процент, т.е. на 100 единици капитал – бел. автора.

⁵ Матеев, М., Основы ..., Цит. съч., с. 189.

⁶ Ван Хорн, Дж., Основы ..., Цит. съч., с. 449.

При равни други условия увеличаването на дълга рефлектира веднага в нарастване на отношението между печалбата и собствения (акционерния) капитал, а оттук и до нарастване на печалбата на една акция. Този ефект се проявява вследствие изплащането на по-ниски лихви по сключените от корпорацията дългосрочни заеми в сравнение с доходността на финансираните с тях инвестиции⁷. Именно промяната на дохода на акционерите (нетната печалба на една акция) в резултат на изменението на съотношението между дълг и собствен капитал е прието да се нарича финансов ливъридж (лост). „В понятието финансов ливъридж – пише например Дж. Ван Хорн – влиза използването на заемни средства, за които фирмата изплаща фиксирани лихви, за увеличаване на доходите по обикновените акции“⁸.

Колкото по-голяма е задлъжнялостта на корпорацията, толкова по-големи, при равни други условия, са финансовите разходи, които тя трябва да прави, за да обслужва дълговете си. При това плащанията по дълга трябва да се извършват независимо от това, дали корпорацията реализира приходи и печалби или не. В противен случай нейните кредитори имат законово право да поискат обявяването ѝ в несъстоятелност и да се удовлетворят за вземанията си от стойността на нейното имущество. Затова ефектът на финансов лост може да бъде обяснен като желание за финансиране на корпорацията с по-евтиния заеман капитал, въпреки че това рефлектира в една по-висока изискуема норма на възвръщаемост от обикновените акции (т.нар. „скрита цена на дълговото финансиране“).

В теорията са обосновани и в практиката на корпоративния финансов мениджмънт се прилагат два начина за измерване на финансов ливъридж (лост).

При първия начин брутната печалба преди лихви и данъци БПЛ се разделя на брутната печалба преди лихви и данъци БПЛ, намалена с лихвите по облигационните заеми на корпорацията Л, или:

$$FL = \frac{БПЛ}{БПЛ - Л} \cdot \quad (3)$$

При втория начин финансовият ливъридж се изчислява като процентното изменение на нетния доход (нетната печалба) на една акция НДА се отнесе към процентното изменение на брутната печалба преди лихвите и данъците БПЛ. Или:

$$FL = \frac{\text{Изменение на НДА (\%)}}{\text{Изменение на БПЛ (\%)}} \cdot \quad (4)$$

Финансовият ливъридж показва какво процентно изменение в нетния доход на една акция предизвиква 1 % изменение в брутната печалба преди лихви и данъци. Проявлението на ефекта на финансов лост в полза на акционерите означава, че нарастването на брутната печалба преди лихви и данъци с 1 % води до по-голям процент нарастване на нетния доход на една акция.

Колкото по-силно се колебаят доходите от обикновените акции на корпорацията, толкова по-голям риск носят нейните акционери, и обратно. Като пример за това нека да предположим, че за финансиране на нов инвестиционен проект АД У има нужда от

⁷ По-подробно за отчитането на нормата на разходите за капитала при оценката на финансовата ефективност на инвестиционните проекти вж. например: Александрова, М., Оптимизация на инвестиционния избор, Изд. „Тракия-М“, С., 2001; Георгиев, ИВ., Цв. Цветков. Мениджмънт на фирмените иновации и инвестиции, УИ „Стопанство“, С., 1997; Георгиев, ИВ., Капиталово бюджетиране в промишлените фирми, УИ „Стопанство“, С., 2000; Георгиев, ИВ., Основи на инвестирането, УИ, „Стопанство“, С., 1999; Ненков, Д., Оценка на инвестициите в реални активи, УИ „Стопанство“, С., 2005; Николова, Н., Корпоративни финанси., част първа, Изд. „Сиела“, С., 2007.

⁸ Ван Хорн, Дж., Основи ... , Цит. съч., с. 448.

5 млн. лв. капитал, който може да си набави чрез сключване на облигационен заем при 8 % годишна лихва. Очакваната годишна брутна печалба на дружеството преди лихви и данъци е 1,5 млн. лв. В такъв случай размерът на финансовия ливъридж по формула (3) ще бъде 1,3636.

Решенията за дългосрочното финансиране на корпорацията поражда *финансов риск*, който намира израз:

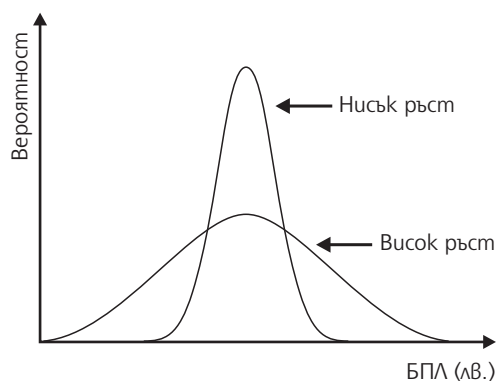
- *първо*, в нарастване на неопределеността на печалбите, които ще останат за собствениците на корпорацията (акционерите) след изплащането на задълженията към кредиторите и данъците, и
- *второ*, в увеличаване на вероятността използването на финансов ливъридж от корпорацията да застраши вложеното в нея богатство на акционерите и следователно да доведе до намаляване на тяхното благосъстояние.

Следва да се изтъкне обстоятелството, че с повишаването на нивото на задлъжнялост нараства и степенята на финансов риск за собствениците на корпорацията, тъй като за нея става все по-трудно да посреща фиксиранияте плащания по кредитите. Високата степен на задлъжнялост отблъсква инвеститорите, тъй като те се съмняват в сигурността на бъдещите си вземания и това затруднява привличането на допълнителен капитал за рефинансиране на корпоративните дългове. За да заемат пари на корпорацията, избягващите риска инвеститори започват да поставят все по-утежнени условия по отношение на обезпечението, олихвяването и погасяването на дълга. Ако вследствие високата задлъжнялост в определен момент се стиг-

не до неизплащане на дълга, корпорацията вече не може да си намери кредитори, тъй като никой не желае да ѝ заеме пари на каква цена.

От гледна точка на настоящото изследване съществено е, че *финансовият ливъридж (финансовият лост) работи в полза на акционерите само когато възвръщаемостта на финансираните с дългов капитал вложения надвишава цената на финансирането с този капитал след отчитане на данъчната изгода от лихвените плащания и така допринася за максимизиране на корпоративната печалба*. Ако това условие не е спазено, ефектът на финансов лост се проявява в обратно направление – намалява (минимизира) печалбата на корпорацията и застрашава вложеното в нея богатство на акционерите.

Колебанията на корпоративната печалба преди лихвите и данъците поражда т.нар. търговски, стопански или бизнесриск на компанията. Тези колебания се измерват със статистическите показатели „дисперсия“, „стандартно отклонение“ и „коэффициент на вариация“⁹. Тези показатели измерват ги-



Фигура 1. Оценка на бизнесриска

⁹ По този въпрос по-подробно вж.: Гатев, К., Въведение в статистиката., Изд. „ЛИА“, С., 1995, с. 115-125; Георгиев, Ив., Основи на инвестирането, УИ „Стопанство“, С., 1999, с. 279 и след.

апазона на разсейването на очакваните резултати около някакъв среден очакван резултат, което е и показателно за величината на риска. Колкото по-малка е стойността на стандартното отклонение или коефициентът на вариация на печалбата преди лихвите и данъците на дадена корпоративна единица, толкова по-нисък е присъщият ѝ бизнесриск, и обратното (фигура 1).

Съществува и оперативен ливърдж, който се измерва с процентния дял на постоянните (фиксираните) разходи в общите разходи по стопанската дейност (бизнеса) на корпорацията. Тези разходи по принцип винаги съпътстват стопанската дейност и до голяма степен са независими от нейния обем, т.е. характеризират се с относителна устойчивост. В състава им влизат наеми, лихви, амортизации, административно-управленски разходи, разходи за комунално-битови услуги и др. Фиксираността на тези разходи е само условна, тъй като те също варират в известна степен в зависимост от промените в обема на стопанската дейност или бизнесактивността. При големи промени в обема на дейността по посока на нарастване или намаляване, величината на фиксираните разходи се установява на ново, съответно по-високо или по-ниско равнище. Обяснението е, че с разширяването (респективно със свиването) на стопанската дейност се променят съответно и потребностите на компанията от заеман капитал, дълготрайни материални активи, общоадминистративно обслужване и др. Колкото по-висок е относителният дял (процентът) на постоянните разходи в общите разходи по дейността, толкова по-силен е оперативният или стопанският ливърдж и същевременно по-висок е бизнесрискът (стопанският риск) на корпорацията.

Бизнесрискът (стопанският риск) произтича преди всичко от характера на корпоративната дейност. Би могло най-общо да се каже, че бизнесрискът е обусловен от спецификата и състоянието на отрасъла, в който корпорацията функционира. Бизнесрискът обаче в действителност се влияе от цял комплекс фактори, по-важните от които са маркирани по-долу¹⁰.

- *Чувствителност (изменение) на приходите от продажбите на корпорацията от промените в общото състояние на икономиката.* Корпорациите, чиито постъпления от продажбите се изменят в по-голяма степен, отколкото е степента на промяната на общото състояние на икономиката, имат по-голям бизнесриск (стопански риск).
- *Величина и конкурентоспособност на корпоративната единица* – колкото тя е по-малка и колкото по-малък е дялът ѝ в отрасловия пазар, толкова по-голям е и присъщият ѝ бизнесриск, и обратното.
- *Съотношение между постоянните и променливите разходи (оперативният или стопанският ливърдж).* Ниският оперативен ливърдж е характерен преди всичко за корпорациите от сферата на услугите, фармацевтичната промишленост и др. поради ниския относителен дял на постоянните им разходи. Ето защо корпорациите от тези сфери обикновено имат и нисък бизнесриск. Високият оперативен ливърдж е характерен най-вече за корпорациите от капиталоемките отрасли, за които са типични високите постоянни разходи. Такива отрасли са например добивната промишленост, тежката химия, металургията, машиностроенето, въздухоплаването, съобщенията и др.
- *Колебливост на цените, по които корпорацията закупува употребяваните в стопан-*

¹⁰ По този въпрос вж. също: Трифонов, Тр., В. Трифонов и С. Трифонов, Корпоративни финанси, първа част, Изд. „Тракия-М“, С., 1999., с. 469-470; Райков, Г., Основи на финансовия мениджмънт, ИК „Галактика“, Варна, 1996, с. 187-188; Агамов, В., Цит. съч., с. 312-313.

ската дейност суровини, материали, горива, енергия и др. Колкото по-силно се колебаят тези цени, толкова по-голяма е несигурността по отношение на финансовите условия на снабдяването, а следователно по-голям е и бизнесрискът на корпорацията.

- *Адаптивни способности на корпорацията към пазарните цени на нейните продукти.* Корпорации, които имат монополно или олигополно положение на пазара, по принцип са изложени на по-малък бизнесриск. Причината е, че поради нееластичността на търсенето на техните продукти те по-лесно нагаждат продажните им цени към цените на пазара.

2. Максимизиране на растежа на пазарната стойност на компанията чрез капиталовоструктурните решения за финансиране на инвестиционните ѝ проекти

Финансовият мениджър има задачата да намери онова съотношение между дългов и собствен капитал, при което нетната печалба на една акция нараства в най-голяма степен. Изборът на финансиращ вариант обаче обикновено е твърде комплициран. Ако компанията се финансира дългосрочно предимно със собствен капитал, среднопретеглената цена на капитала ѝ става твърде висока и тя не може да осигури на акционерите изискваната възвръщаемост. При прекомерно увеличаване на дела на дълга обаче финансовият ливъридж преставя да действа. Причината е, че нарасналата печалба вече не е достатъчна, за да осигури по-високата възвръщаемост, изисквана от облигационерите и акционерите заради повишения риск на инвестирането в капитал в корпорацията.

Изборът между финансиране с облигации и обикновени акции предполага да се установи кога за корпорацията е безразлично какъв из-

точник за финансиране ще избере, за да финансира поредния си инвестиционен проект. Това изисква да се определи т.нар. *критична точка на нетния доход на една акция*. В тази точка брутната печалба преди лихви и данъци е такава, че нетният доход на една обикновена акция $НДА_{об.а}$ е един и същ, независимо от избрания вариант за финансиране – с обикновени акции или с облигации. Или:

$$НДА_{об.а} = НДА_{об.б}, \quad (5)$$

където:

$НДА_{об.а}$ е нетният доход (нетната печалба) на една акция при финансиране с обикновени акции;

$НДА_{об.б}$ – нетният доход (нетната печалба) на една акция при финансиране с облигации.

Нетният доход на една акция се изчислява по следната формула:

$$НДА = \frac{(БПЛ - Л)(1 - Дп)}{БОА}, \quad (6)$$

където:

БПЛ е брутната печалба преди лихви и данъци;

Л – лихвите по облигационни кредити на корпорацията;

БОА – броят на издадените от корпорацията обикновени акции.

Дп – изразеният като десетична дроб размер (процент) на данъка върху печалбата на корпорацията.

Ако в равенство (5) НДА се замести със съответния му равнозначен израз от уравнение (6), формулата на критичната точка на

нетния доход на една акция придобива следния вид:

$$\frac{(\text{БПЛ} - \text{Л})(1 - \text{Дп})}{\text{БОА}_{\text{об.а}}} = \frac{(\text{БПЛ} - \text{Л})(1 - \text{Дп})}{\text{БОА}_{\text{обл}}}, \quad (7)$$

където:

$\text{БОА}_{\text{об.а}}$ е броят обикновени акции при финансиране с обикновени акции;

$\text{БОА}_{\text{обл}}$ – броят обикновени акции при финансиране с облигации.

Равенство (7) е в сила при определен размер на брутната печалба преди лихви и данъци, който фактически определя критичната точка на нетния доход на една акция.

След опростяване равенство (7) добива следния вид:

$$\frac{(\text{БПЛ} - \text{Л})}{\text{БОА}_{\text{об.а}}} = \frac{(\text{БПЛ} - \text{Л})}{\text{БОА}_{\text{обл}}}. \quad (8)$$

Следователно зависимостта, която изразява критичната точка на нетния доход на една акция, е в сила и без оглед на влиянието на корпоративния данък. Корпоративният данък (респективно неговият размер) влияе върху величината на критичния нетен доход на една акция НДА, но не оказва влияние върху брутната печалба (печалбата преди лихви и данъци), от която зависи този доход.

Избор на финансиращ вариант на базата на зависимостта между брутната печалба преди лихви и данъци и нетния доход на една акция се налага главно в два случая:

- *първо*, когато се счита за необходимо да се реструктурира капиталът на корпорацията, и
- *второ*, когато се търсят възможности за набавяне на допълнителен капитал за финансиране на нови инвестиционни проекти.

Нека да вземем един пример. Първоначално АД Z се финансира с капитал в размер на 6,24 млн. лв., от които 3,84 млн. лв. са обикновени акции (38 400 бр.) и 2,4 млн. лв. са облигационен заем. Впоследствие възниква потребност от 2,4 млн. лв. допълнителен капитал за финансиране на нов инвестиционен проект. Данъкът върху печалбата, който плаща дружеството, е 10 %. Ръководството на дружеството обсъжда два варианта:

- *първи вариант*: проектът да се финансира с нова емисия обикновени акции, и
- *втори вариант*: проектът да се финансира чрез нов облигационен заем с 10 % годишна лихва.

При условие че се реши проектът да се финансира изцяло с емисия на обикновени акции, дружеството ще трябва да издаде още 24 000 бр. Така общият брой на обикновените акции на дружеството вече ще бъде 62 400 на обща стойност 6,24 млн. лв. При този вариант на финансиране за облигациите дружеството ще трябва да плаща годишно 240 000 лв. лихва.

В случай че се реши новият проект да се финансира само с емисия на облигации, броят на обикновените акции на дружеството ще остане същият (38 400 бр.), а дългосрочният му дълг ще нарасне от 2,4 млн. лв. на 4,8 млн. лв. При този вариант на финансиране лихвите ще възлязат на 480 000 лв. годишно.

В такъв случай критичната БПЛ ще бъде:

$$\begin{aligned} \text{БПЛ}_{\text{КТ}} &= \frac{\text{БПЛ} - 240\,000}{62\,400} = \frac{\text{БПЛ} - 480\,000}{38\,400} = \\ &= \frac{62\,400 \cdot 480\,000 - 38\,400 \cdot 240\,000}{62\,400 - 38\,400} = 864\,000 \text{ лв.} \end{aligned}$$

Като заместим получения резултат за БПЛ в уравнението на критичната точка на нет-

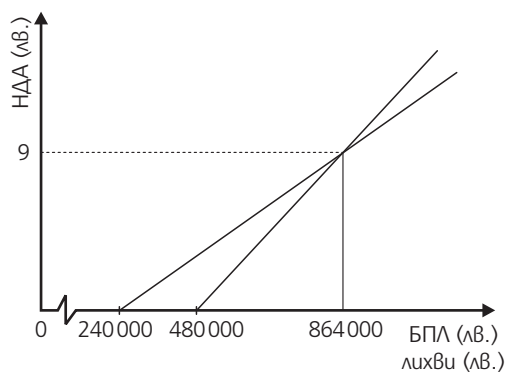
ната печалба или нетния доход на една акция НДА [уравнение (7)], получаваме следното:

$$\text{НДА}_{\text{КТ}} = \frac{(864\,000 - 240\,000)(1 - 0,1)}{62\,400} =$$

$$= \frac{(864\,000 - 480\,000)(1 - 0,1)}{38\,400} = 9 \text{ лв.}$$

Резултатът от изчисленията показва, че във взетия пример критичната точка на брутната печалба преди лихви и данъци БПЛ е 864 000 лв. При такава печалба нетният доход на една акция НДА е 9 лв., без оглед на това какво е съотношението между собствен капитал (обикновени акции) и дълг (облигации) в общата сума на капитала, с който се финансира дружеството.

Както може да се види на фигура 2, ако се очаква печалбата преди лихви и данъци БПЛ да е под 864 000 лв., по-изгодно е новият инвестиционен проект да се финансира с емисия на обикновени акции (със собствен капитал), защото тогава нетният доход на една акция НДА би бил по-голям от критичната му величина. Ако обаче очакванията са БПЛ да



Фигура 2. Критична точка на НДА

надхвърли 864 000 лв., би било по-изгодно финансирането на проекта да стане с емисия на облигации (с дългов капитал), защото тогава нетният доход на една акция НДА би бил по-голям от този в критичната точка.

Нетният доход (нетната печалба) на компанията е източникът на дивидентния доход на нейните акционери. Според съвременната инвестиционна теория на фондовия пазар се тързват очаквания, или по-конкретно казано, величината на очаквания дивидентен доход влияе правопрпорционално върху текущата пазарна цена на акцията¹¹. Така, колкото по-голяма е величината на очаквания нетен доход на една акция, толкова по-висока, при равни други условия, би следвало да е и текущата пазарна цена на акциите на компанията, респективно – нейната текуща пазарна стойност. Ето защо, ако чрез избора на вариант за финансиране на инвестиционния проект финансовият мениджмънт може да максимизира нетния доход на една акция, това в крайна сметка би следвало да повлияе благоприятно върху растежа на богатството на акционерите, върху нарастването на тяхното благосъстояние, изразено в пазарната капитализация на притежаваната от тях компания.

Заклучение

Ръководствата на нововъзникналите български компании съвсем оправдано проявяват засилен интерес към финансирането чрез фондовата борса. И това е лесно обяснимо, защото този начин за финансиране дава големи възможности и е напълно адекватен на новите икономически реалности – интегрирането на страната ни в

¹¹ По този въпрос по-подробно вж.: Ross, S., R. Westerfield, B. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Boston, 1991; Brealey, R., S. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York, 1996; Шарп, У., Г. Александер и Дж. Бэйли, Инвестиции, Пер. с англ., Изд. „Инфра-М“, М., 1997.

Европейския съюз. В съвременната теория на корпоративното финансово управление обаче битува тезата, че той има и съществени предимства от гледна точка на възможностите за целенасочено влияние върху растежа на компанията. От друга страна, както показва практиката във водещите икономическо отношение страни, а вече и у нас, финансирането чрез емисия на ценни книжа крие определени рискове и може да има негативен ефект за компанията. Ето защо в статията се отстоява виждането, че е необходимо подходящо структуриране на източниците за финансиране (съотношението между собствен и дългов капитал) при финансирането на корпоративните инвестиции и по такъв начин конструиране на финансов лост за благоприятно въздействие върху растежа на пазарната стойност на компанията.

Литература

1. Адамов, В., Финанси на фирмата, Изд. „Абагар“, В. Търново, 2006.
2. Александрова, М., Оптимизация на инвестиционния избор, Изд. „Тракия-М“, С., 2001.
3. Ван Хорн, Дж., Основы управления финансами, Пер. с англ., Изд. „Финансы и статистика“, М., 1996.
4. Гатев, К., Въведение в статистиката, Изд. „ЛИА“, С., 1995.
5. Георгиев, Ив., Цв. Цветков, Менеджмънт на фирмените иновации и инвестиции, УИ „Стопанство“, С., 1997.
6. Георгиев, Ив., Основи на инвестирането, УИ „Стопанство“, С. 1999.
7. Георгиев, Ив., Капиталово бюджетиране в промишлените фирми, УИ „Стопанство“, С., 2000.
8. Георгиев, Ив., Растежът на фирмата, УИ „Стопанство“, С., 2001.
9. Матеев, М., Основи на инвестиционния менеджмънт, Изд. „Абагар“, В. Търново, 1998.
10. Николова, Н., Корпоративни финанси, част първа, Изд. „Свела“, С., 2007.
11. Петров, Г., и др. Основи на финансите на фирмата, Изд. „Труд и право“, С., 1995.
12. Финанси – теория, практика. Авторски колектив, УИ „Стопанство“, С., 2000.
13. Райков, Г., Основи на финансовия менеджмънт, ИК „Галактика“, Варна, 1996.
14. Трифонов, Тр., В. Трифонова и С. Трифонова, Корпоративни финанси, първа част, Изд. „Тракия-М“, С., 1999.
15. Шарп, У., Г. Александер и Дж. Бэйли, Инвестиции, Пер. с англ., Изд. „Инфра-М“, М., 1997.
16. Brealey, R., S. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York, 1996.
17. Ross, S., R. Westerfield, B. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Boston, 1991. ~~ИИ~~