

КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА: ОБЩ ПРЕГЛЕД НА РЕШЕНИЕТО ЗА ФИНАНСИРАНЕ (Capital Structure: Overview of the Financing Decision)

Видовете избор относно начините на финансиране (the Choices: Types of Financing):

Съществуват само два начина, чрез които един бизнес може да привлече финансиране – дълг или дялов капитал. Това може и да изглежда опростено, в светлината на множеството инструменти между които може да се избира за привличането на финансиране, но общите способности са два. Ще започнем темата с дискусия за характеристиките на дълга и дяловия капитал и след това ще разгледаме кръга от инструменти за финансиране във всяка от тези две категории. След това ще се спрем и на кръга от ценни книжа, които носят някои от характеристиките на дълга и някои от бележите на дяловия капитал и които поради това са наречени **хибридни инструменти (Hybrid Securities)**.

Отлики между дълга и дяловия капитал (the Continuum between Debt and Equity):

Въпреки че разликата между дълга и дяловия капитал често се изразява в разделянето между облигации и акции, същността на тази разлика стои в характера на паричните потоци свързани с двата начина на финансиране. Първата отлика е, че *дълговия инструмент дава на притежателя си правото да изисква от издателя на инструмента серия от договорени плащания* (обикновено под формата на главници и лихви), докато *дяловия капитал оправомощава собственика му да получи оставащите парични потоци след изплащане на всички останали задължения на издателя*.

Това е основната отлика, но съществуват и други различия, частично предизвикани от данъчните правила, частично в следствие развитието на нормативната среда.

Втората разлика, която е логично продължение на характера на правата върху паричните потоци на фирмата (договорни в сравнение с остатъчни парични потоци) е, че *собствениците на дългови инструменти имат първостепенно право както върху текущите парични потоци на фирмата, така и върху нейните активи*. На трето място, *данъчните закони по принцип третираат лихвите като разход*, т.е. доста по-благоприятно отколкото дивидентите и останалите парични потоци свързани с капитала. В България например лихвите се третираат като разход и като такъв се вадят от печалбата преди облагането ѝ като по този начин формират данъчно облекчение, докато *дивидентите не се третираат като разход и трябва да бъдат изплащани от оставащия паричен поток във фирмата след данъчно облагане*. Четвърто, *дългът обикновено има фиксирана дата на падеж на която главницата следва да бъде изплатена*, докато *дяловият капитал по принцип има неограничен живот*. На последно място, *дяловите инвеститори във фирмата, тъй като имат права върху остатъчните парични потоци след удовлетворяването на всички кредитори, обикновено*

получават основния или целия контрол върху фирмата (управлението на фирмата). Дълговите инвеститори, от друга страна, играят много по-слаба роля в управлението на фирмата, упражнявайки в най-добрия случай правото си на вето върху значими финансови решения.

За да обобщим, **дълга дефинираме като**: всеки инструмент за финансиране, който представлява договорно обвързване на фирмата (а не е функция от оперативното ѝ представяне), създава признати за разход плащания, има ограничен, фиксиран във времето живот и дава на собственика на дълговия инструмент първостепенно право върху паричните потоци на фирмата, както върху текущите такива, така и при ликвидация. Обратно, **дяловия капитал дефинираме като**: всеки инструмент за финансиране, който дава права върху остатъчните парични потоци на фирмата, не създава данъчни облекчения във връзка с плащанията по него, има неограничен живот, няма приоритет при ликвидация и снабдява собственика на инструмента с контрол при управлението на фирмата. *Всички ценни книжа, които притежават характеристиките и на дълг, и на дялов капитал, наричаме хибридни инструменти.*

А. Дялов капитал (Equity):

Въпреки, че повечето хора мислят за дяловия капитал като за акции търгувани на капиталовия пазар, дяловата инвестиция в бизнес може да възприеме множество форми в зависимост основно от това дали фирмата е частна или се търгува на капиталовия пазар, частично в зависимост от това дали фирмата е в растеж и частично от рисковите ѝ характеристики. *Частните фирми имат по-ограничен избор при финансирането си в сравнение с публичните, тъй като те нямат достъп до инструментите на капиталовия пазар.* Следователно, те трябва да разчитат или на собствениците си или на частни лица, обикновено дялови капиталисти (*Venture Capitalists*), за да се осигурят средствата нужни за дейността и растежа на бизнеса. Публичните фирми имат достъп до капиталовите пазари, който им предоставя избор от широк набор от алтернативи.

1. Капитал на собствениците (Owner`s Equity):

Повечето фирми, включително някои от най-успешните компании днес, като Майкрософт и Уол-Март, са стартирали като малки фирми с един или няколко собственика, които са осигурили стартовия капитал и са инвестирали обратно в бизнеса това, което е било спечелено от него. Тези средства, принесени в бизнеса от собствениците му, наричаме *капитал на собствениците*, този капитал осигурява основата за съществуването, растежа и евентуалния успех на бизнеса.

2. Стартов и частен капитал (Venture Capital and Private Equity):

Когато малките бизнеси успяват и растат, те обикновено се изправят пред пречката на ограниченото финансиране, когато средствата с които разполагат са недостатъчни, за да покрият нуждите им от инвестиции и растеж. *Стартовите и частни инвеститори (Venture Capitalists and Private Equity Investors)* осигуряват дялово финансиране за малки и често рискови бизнеси в замяна на дял от собствеността на фирмата.

Принципно разсъждавайки, капацитета да се привлекат средства от алтернативни източници или да се излезе на борсата, расте с увеличаване размера на фирмата и намалява с увеличаването на несигурността на бъдещите проекти. Ето защо, малките и рисковите бизнеси е по-вероятно да търсят финансиране от частни инвеститори и е по-вероятно да бъде поискан по-голям дял в бизнеса от последните, в замяна на осигурения дялов капитал.

3. Обикновени акции (Common Stock):

Обичайният начин за една публична фирма да привлече капитал е да емитира обикновени акции, които да пласира на пазара на цена, която пазарът е склонен да плати. За новолитнатите компании цената се определя от емитираща институция [*инвестиционен банкер (Investment Banker) напр.*] и се нарича офертна цена (*Offering Price*). За съществуващите публични компании цената, на която се емитират нови акции обикновено се основава на текущата пазарна цена. В някои случаи обикновените акции са идентични (т.е. *всички обикновени акции емитирани от компанията са от един клас*), като всяка акция получава пропорционален дял и от паричните потоци на фирмата (като дивиденди напр.) и от правата на глас. В други случаи се емитират *различни класове обикновени акции*, които осигуряват различен размер на дивидентите и различна част от правото на глас.

Обикновените акции са *прости ценни книжа* и е относително лесно да бъдат разбрани и оценени. Всъщност, може да се каже, че обикновените акции правят смислени всички останали възможности за избор на ценни книжа от страна на публичните дружества, тъй като *дружество без дялов капитал не може да емитира дългови или хибридни ценни книжа*.

Счетоводното отчитане на обикновените акции следва добре установени практики и може да бъде представено лесно в обикновения формат на финансовите отчети.

4. Варанти (Warrants):

Напоследък *фирмите започнаха да търсят алтернативи на обикновените акции*. Една от тези алтернативи, успешно използвана от японските компании от края на 80-те год. на XX век включва използването на *варанти (Warrants)*, при които държателите им получават *правото да купят акции на компанията за определена фиксирана цена в бъдещето*. Тъй като цената на вариантите зависи от цената на акциите, които те следват, *вариантите следва да се третираат като форма на дяловия капитал*.

Какви са причините фирмите да набират финансиране чрез варианти, а не чрез емитирането на обикновени акции? На първо място, *вариантите се оценяват на база на волатилността на акциите и колкото по-висока е волатилността, толкова по-висока е цената на варианта*. До степенята в която пазарът надценява това колко рискова е една фирма, фирмата може и да спечели, ако емитира варианти или подобни на опциите (Options) ценни книжа. Второ, *вариантите сами по себе си не създават финансово задължение към момента на тяхната покупка*. Следователно, *вариантите предоставят добър начин за фирмите асоциирани с висок растеж за привличането на средства*, особено когато текущите парични потоци са ниски или отрицателни. Трето, за финансистите, които се тревожат от разреждането на капитала при емитирането на обикновени акции, изглежда че вариантите

предоставят най-доброто и от двете страни – *те не създават нови акции в момента, но привличат нови средства за инвестиции сега.*

5. Права със зависима стойност (Contingent Value Rights):

Правата със зависима стойност са *ценни книжа, които снабдяват инвеститорите с правото да продадат акции на определена фиксирана цена* и като такива извличат своята стойност от желанието на инвеститорите да хеджират техните загуби. *Пут опциите (Put Options), които се търгуват на фондовите пазари дават на притежателите им подобни права* – да продадат подлежащите акции на фиксирана цена. Съществуват две основни отлики между правата със зависима стойност и пут опциите. Първо, *постъпленията от продажбата на права със зависима стойност се вливат във фирмата, докато тези от продажбата на листнати пут опции отиват в частни субекти.* Второ, *правата със зависима стойност по принцип са доста по-дългосрочни,* отколкото типичните листнати пут опции.

Съществуват няколко причини, поради които една фирма може да издава (емитира) права със зависима стойност. Очевидната е тази, ако фирмата вярва, че е значително подценена на пазара. В такъв случай фирмата може да предложи ПЗС, за да спечели от това подценяване и да изпрати сигнал на пазара за подценяването си. ПЗС също са полезни, ако пазарът надценява волатилността и цената отразява тази недооценена волатилност. Накрая, наличието на ПЗС като застраховка може да привлече *нови инвеститори* към пазара на обикновените акции на компанията.

Б. Дълг (Debt):

Ясната алтернатива на използването на дялов капитал, който дава права върху остатъчните фирмени парични потоци, е *вземането на заемни средства.* Тази възможност създава едновременно фиксирано задължение за извършването на парични плащания и снабдява кредитора (заемодателя) с първа по право претенция върху паричните потоци на фирмата, вкл. и върху активите в случай на финансови затруднения.

1. Банков дълг (Bank Debt):

Исторически, *основният източник на заемни средства за частните и публични компании са банките,* които базират лихвените нива по дълга на оценката си за степента на рисковост на заемополучателя. Банковият дълг носи на заемополучателя следните предимства: първо, *банковият дълг може да се ползва за относително малки суми,* докато облигационните емисии се използват за постигане на икономии от размера, като големите облигационни емисии свалят цената на дълга. Второ, ако компанията е неизвестна и не е широко следена от публиката, *банковият дълг осигурява удобен механизъм за комуникиране на информация към кредитора,* която ще спомогне за оценяването и преоценката на дълга, т.е. заемателят може да преостави на банката вътрешна информация за своите намерения, проекти и т.н. Наличието на стотици инвеститори на облигационния пазар прави комуникирането на подобна информация към тях както скъпо, така и неефективно, в случая, когато облигациите се използват като основен инструмент за привличане на дългов капитал. Накрая, за да емитират облигации, фирмите трябва да се подложат на *рейтингова процедура*

пред рейтинговите агенции и да им предоставят достатъчно информация за получаването на рейтинг. Справянето с рейтинговите агенции може да се окаже доста по-трудно и скъпо, особено за малките фирми, отколкото справянето с кредитиращата банка.

Освен че са източник на краткосрочен и дългосрочен дълг за много фирми, *банките също предоставят гъвкави решения и за посрещането на неочаквани или сезонни нужди за финансиране* на фирмите. Това е възможността за **кредитни линии**, които фирмата може да усвоява, само в случай на нужда. В повечето случаи в условията по кредитната линия се определя нейния *размер и лихвените условия*, които обикновено се базират на някакъв установен индекс (*Euribor, Libor, Treasury rate – в САЩ*) + *надбавка за риск*. Предимството на кредитната линия е, че *дава на фирмата незабавен достъп до средства в случай на нужда*, без да се налага фирмата да плаща лихви, ако не ползва суми по кредита. Така, кредитната линия е *подходящ инструмент за посрещане на нуждите за финансиране на фирми с волатилни размери на оборотния капитал*. В някои случаи от фирмата обаче се изисква да поддържа *компенсаторен баланс (Compensating Balance)* при банката, който представлява определена сума, върху която не се начислява лихва или се начислява такава под пазарните нива. Например, ако фирмата поиска 20 млн. лв. под формата на кредитна линия, банката може да изиска поддържането на 2 млн. лв. безлихвен компенсаторен баланс. *Опортюнистичния разход (Opportunity Cost)* на този баланс може да бъде претеглен срещу разходите по един конвенционален банков кредит за оборотни нужди, ако фирмата прецени да ползва такъв.

2. Облигации (Bonds):

За големите, публично търгувани фирми, *алтернатива на банковия дълг е емитирането на облигации*. По принцип емитирането на облигации носи няколко предимства на тези фирми. Първата от тях е, че *облигациите обикновено имат по-нисък лихвен разход отколкото обикновения банков дълг*, основно поради това, че облигационният риск е разпределен между голям брой инвеститори в облигации на финансовия пазар. Второто е, че *облигационните емисии могат да предложат на емитента това да добави специални условия, неналични при банките*. Например облигациите могат да бъдат снабдени с *опция за конвертиране в акции* или да бъдат *прикрепени към борсовите цени на определени стоки (Commodity Bonds)*. Когато вземат пари назаем фирмите трябва да направят поредица от избори, включително за *матуритета на заема (краткосрочен или дългосрочен)*, дали дългът да бъде с *фиксиран лихвени плащания или лихвените нива да бъдат прикрепени към пазарните нива (Fixed or Floating Rates)*, видът ценни книжа, който ще бъде предложен на придобиващите облигациите (*обезпечени или необезпечени*) и как *главниците по дълга ще бъдат погасявани във времето*.

3. Лизинги (Leases):

Фирмите често вземат пари назаем, за да финансират придобиването на активи, нужни за оперативната фирмена дейност. Алтернативен подход, с който същата цел може да бъде постигната, е да се вземе съответния актив на *лизинг*. При лизинга, фирмата – лизингополучател се задължава да прави *фиксиран плащания в полза на собственика на*

актива – лизингодател, срещу правото да използва съответния актив. Тези фиксирани лизингови плащания са изцяло или частично признати за разход и като такива *създават данъчни спестявания*, в зависимост от това как лизингът е категоризиран за счетоводни цели. Ако фирмата не успее да направи фиксирани лизингови плащания това води до загубата на актива, но може да доведе и до фалит на фирмата макар, че претенцията на лизингодателя може в някои случаи да следва след претенциите на първите по ред кредитори на фирмата.

Лизинговите договори се категоризират като такива за **оперативен и финансов лизинг (Operating Lease and Capital Lease)**.

При **оперативния лизинг** срока на договора е по-къс от икономическия живот на актива и настоящата стойност (Present Value) на лизинговите плащания обикновено е доста по-ниска от пазарната стойност на актива. В края на срока на оперативния лизинг активът се връща при собственика си, който или ще го предложи за продажба или ще го лизингова на някой друг. Обикновено лизингополучателят има право да прекрати договора за лизинг и да върне актива. По този начин *собствеността на актива при договора за оперативен лизинг винаги остава в полза на лизингодателя*, като *лизингополучателят носи нисък или никакъв риск* в случай на преждевременно амортизиране или повреда на актива.

Финансовият лизинг обикновено е със срок идентичен на срока на икономически живот на актива, като настоящата стойност на лизинговите плащания покрива пазарната стойност на актива. *Финансовият лизинг по принцип не може да бъде прекратен*, като в края на срока му лизингополучателят може да продължи да ползва актива на намалени вноски или да го придобие на предварително установена цена. В много случаи *лизингодателят прехвърля задължението си за плащане данъците и застраховките на вещта на лизингополучателя*. Ако е уговорено това да става за сметка намаляне на лизинговите вноски на лизингополучателя, се стига до възникването на т.нар. **чист лизинг (Net Lease)**. *Финансовият лизинг товари лизингополучателя със значителен риск* прехвърляйки му всички плащания свързани с вещта и риска от нейната повреда или погиване, като дори ако вещта погине, лизингополучателят е задължен да продължи да внася лизинговите вноски.

Някои договори за лизинг не могат да се класифицират нито като оперативни, нито като финансови, тъй като притежават характеристиките и на двата вида. Тези договори за лизинг наричаме **смесен лизинг (Combination Lease)**.

В практиката: лизинг или кредит (Leasing versus Borrowing):

Ако и вземането на пари назаем за покупката на актив и лизинговането му са *варианти на дългово финансиране*, как да вземем решение кой от двата подхода да изберем? Следните фактори могат да повлияят на фирмите при избора им:

* *Услугата* – когато лизингодателят предоставя услуга свързана с актива, наред с лизинга, или е производител на актива (оборудването), това може да натече за вземането на решение актива да бъде лизингован

* *Гъвкавостта* – някои договори за лизинг предоставят възможността за замяна на актива с нов по време на срока на договора. Това също би могло да допринесе за избор на лизинга

* *Данъчни мотиви* – например, когато различните фирми попадат под различни данъчни режими и се облагат с различни данъчни ставки. Тогава за едната фирма е добре да придобие актива, а за другата да го вземе на лизинг, което е мотиватор и за двете страни – и лизингодател и лизингополучател, за сключването на лизинговата сделка.

В допълнение, ако лизинга се класифицира като оперативен лизинг, той ще прибави към компанията извънбалансов дълг, което може да направи фирмата да изглежда по-сигурна за невнимателните анализатори. Ако фирмата разглежда лизинга като алтернатива на вземането на пари назаем, изборът става основно финансов. Оперативния лизинг създава задължения за фирмата, които се приспадат от облагаемата печалба. Настоящата стойност на задълженията след приспадането на данъчните спестявания следва да се съпостави с настоящата стойност на паричните потоци, които биха се генерирали след данъчно облагане, ако фирмата беше взела пари назаем и купила актива. Паричните потоци при вариантите заем и покупка на актива следва да включват не само главниците и лихвите по заема, но и данъчните спестявания вследствие на амортизациите и очакваната ликвидационна стойност на актива в края на оперирането с него.

V. Хибридни инструменти (Hybrid Securities):

За да обобщим анализа до тук, можем да кажем, че дяловия капитал представлява остатъчна претенция върху паричните потоци на фирмата и по принцип се асоциира с управленския контрол. Дълговите инструменти, от друга страна, представляват фиксирана претенция върху паричните потоци и активите на фирмата и по принцип не се асоциират с управленски контрол. Има голям брой инструменти, които обаче не попадат точно в категорията нито на дълга, нито на дяловите инструменти, а притежават някакви характеристики и на двете. Те се наричат **хибридни ценни книжа (Hybrid Securities)**.

1. Конвертируеми облигации (Convertible Bonds):

Конвертируемата облигация е облигация, която може да бъде конвертирана в предварително определен брой акции, по решението на облигационера. Въпреки, че не е изгодно облигациите да се конвертират по време на облигационната емисия, конвертирането става по-атрактивно при покачването на цените на акциите. Компаниите по принцип добавят акциите за конвертиране към облигациите с цел намаляване на лихвите, които плащат по тях.

При една типична конвертируема облигация, облигационерът има опцията да конвертира облигацията в определен брой акции на компанията. Съотношението на конвертиране (*the Conversion Ratio*) измерва броя на акциите, за които може да бъде разменена една облигация. Казано по различен начин, *пазарната конвертируема стойност (the Market Conversion Value)* е текущата стойност на акциите, за които облигацията може да бъде разменена. *Конвертируемата надбавка (the Conversion Premium)* е стойността, с която

цената на облигацията надвишава *конвертируемата стойност (Conversion Value)* на облигацията.

Например, конвертируема облигация с номинална стойност от 1 000 лв., която може да бъде конвертирана в 50 акции има съотношение на конвертиране от 50. Съотношението на конвертиране може да бъде използвано и за изчисление на цената на конвертиране – номиналната стойност разделена на съотношението на конвертиране – т.е. цена на конвертиране от 20 лв. Ако текущата пазарна цена на акциите е 25 лв., то пазарната конвертируема стойност е 1 250 лв. (50*25). Ако конвертируемата облигация се търгува по 1 300 лв., конвертируемата надбавка е 50 лв.

2. Привилегировани акции (Preferred Stock):

Привилегированите акции са друг вид ценни книжа, които имат някои характеристики на дълг и някои на дялови инструменти. Подобно на дълговите инструменти, *привилегированите акции имат фиксиран паричен дивидент*, а ако фирмата не разполага в определен период с достатъчно средства за изплащане на дивидента, той се акумулира и се изплаща в период, когато са налице достатъчно средства. Подобно на дълга, *привилегированите акционери не притежават управленски контрол върху фирмата и техните привилегии при гласуването са рестриктирани до емисии, които могат да засегнат техните претенции върху паричния поток или активите на фирмата*. Подобно на дяловите инструменти, *плащанията към привилегированите акционери не се приспадат от приходите и се правят от остатъчните след данъчно облагане парични потоци*. Също подобно на дяловите инструменти, *привилегированите акции нямат надежна дата на която главниците по тях да стават дължими*. По отношение на приоритета, *в случай на несъстоятелност, привилегированите акционери се удовлетворяват след кредиторите на фирмата, притежаващи дългови инструменти*.

Въпреки че счетоводителите и рейтинговите агенции продължават да третираат привилегированите акции като дялов капитал, може да се спори дали фиксираните плащания по тях не ги превръщат в дълг и дали те не следва да бъдат третирани като дългови инструменти. Задълженията, които се създават с привилегированите облигации по принцип са по-леки от тези по дълговите инструменти и понеже те се натрупват генерално, не могат да доведат до несъстоятелност и нямат приоритет пред претенциите на дълговите кредитори на фирмата.

За разлика от конвертируемите дългови инструменти, които могат да бъдат разделени на техния дългов и дялов компонент, *привилегированите акции не са лесно класифицируеми*. Те не могат на практика да бъдат третирани като дълг, защото плащанията на дивиденти по тях не се приспадат от печалбата за данъчни цели, но и не могат да бъдат разглеждани като еквивалент на дяловия капитал, поради различията в претенциите върху паричните потоци и контрола. Ето защо, *привилегированите акции се третират като трети компонент на капитала*, в допълнение на дяловия капитал и дълга за целите на анализа на капиталовата структура и за изчислението на цената на капитала.

3. Облигации свързани с опции (Option-Linked Bonds):

Напоследък фирмите започнаха да оценяват ползата от комбинирането на акции и облигации за създаването на облигации, които по-тясно посрещат нуждите на определени компании. Единият вид беше обсъден в раздела за конвертируемите облигации. Нека да посочим и други два примера. В първия, *компаниите търгуващи с борсови суровини емитират облигации, главниците и дори лихвените плащания на които са закрепени за цената на борсовата стока*. Така, лихвените плащания биха се увеличили, ако цената на борсовата стока нарастне и обратно. Ползата за компанията – емитент е, че по този начин тя синхронизира паричните си потоци с цените на борсовите стоки, с които търгува, като по този начин намалява вероятността от неплатежеспособност. Тези облигации свързани с борсови стоки *могат да се разглеждат като комбинация на ценна книга и кол опция (Call Option) върху подлежащата стока*. Във втория пример, нека вземем предвид застрахователни компании, които емитират облигации, където главницата на облигацията се намаля в случай на определена катастрофална ситуация и не се променя при отсъствие на такова събитие. Например, застрахователна компания, която има основните си приходи от застраховки на собствениците на домове, може да добави клауза, която намаля главницата или лихвените плащания в случай на силно земетресение. Отново, целта тук е да се снабди фирмата с възможност за облекчение, когато тя най-много се нуждае от него – когато катастрофата предизвиква голям отрицателен паричен поток за фирмата.

© “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” ЕООД
м. ноември 2014 г., София

www.interaccount.eu

Използван източник: *Applied Corporate Finance, Third Edition, A. Damodaran, 2011, John Wiley & Sons, Inc.*

Настоящата публикация има информативна и образователна цел. Тя е създадена, за да ви запознае с основни теоретични постановки в областта на финансовия мениджмънт. Използването на настоящата публикация следва да бъде ограничено само до образователната и цел (и във връзка с разпоредбите на Чл. 24 (1), т. 3 от Закона за авторското право и сродните му права). Публикацията не представлява консултация или съвет за вземането на конкретни финансови или инвестиционни решения и не следва да бъде използвана с такава цел. Дружество с ограничена отговорност “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” не може да бъде държано отговорно по какъвто и да е начин за резултатите от използването на настоящата публикация.