

## **ПОВЕДЕНИЕ НА ФИРМИТЕ ПРИ ФИНАНСИРАНЕТО (Financing Behavior)**

Съществуват различни начини за финансиране на дейността на фирмите в обхвата на дяловото и дълговото финансиране. Външните методи на финансиране представени в инструментите за дяловото и дълговото финансиране – *собствения капитал (на собствениците), стартовия и частен капитал (Venture Capital and Private Equity), обикновените акции, вариантите и правата със зависима стойност*; съответно *банковия дълг, облигациите и лизинга*; и *хибридните инструменти за финансиране* – всички представляват средства привлечени от външната за фирмата среда. Много от фирмите посрещат преобладаващата част от нуждите си за финансиране вътрешно – **от паричните потоци на съществуващите активи**. В настоящата публикация ще разгледаме разликите между *външното и вътрешното финансиране на фирмата* и факторите, които определят до каква степен фирмата разчита на всеки от тях. След това отново ще се спрем на външното финансиране. Отчитаме как и защо изборите за финансиране могат да се изменят с преминаването на фирмата през различните стадии на жизнения ѝ цикъл – *от стартирането на фирмата, през разширяването, до стабилния ѝ растеж и към свиването*. Ще разгледаме защо определени избори за финансиране доминират през едни стадии, а през други не играят роля.

### **Вътрешно и външно финансиране (Internal versus External Financing):**

Паричните потоци, които фирмата генерира от съществуващите си активи могат да бъдат определени като *вътрешно финансиране*. Тъй като тези парични потоци принадлежат на собствениците на дялове във фирмата, те се наричат **вътрешен дялов капитал**. Паричните потоци, които се генерират извън фирмата, било то от частни източници или от финансовите пазари, могат да бъдат определени като **външно финансиране**. Външното финансиране може да приеме формата на *нови дялове, нов дълг или хибридни инструменти*.

Една фирма може да предпочете вътрешното пред външното финансиране по няколко причини. За частните фирми, по принцип набирането на външно финансиране е трудно и дори когато то може да бъде осигурено обикновено е свързано със загубата на част от контрола върху фирмата (както е в случая със стартовия капитал-Venture Capital). За публичните дружества външното финансиране е по-лесно за привличане, но е скъпо поради високите разходи за емитиране на новите инструменти (особено при емитирането на нов дялов капитал). *Вътрешно генерираните парични потоци, от друга страна, могат да бъдат използвани за финансирането на оперативната дейност без да се генерират високите такси за нови емисии или да се губи контрол*.

Въпреки тези предимства *съществуват лимити за използването на вътрешно финансиране за захранването на нови проекти на фирмата*. На първо място, мениджърите

на фирмите следва да осъзнаят, че **вътрешният дялов капитал има същата цена, както и външния**, с изключение на разходите по емитирането на новите инструменти. Цената на дяловия капитал, изчислена с използването на рисков модел като *SAPM (Метода за оценка на капиталови активи – Capital Asset Pricing Model)* или *APM (Модела за оценка чрез арбитраж – Arbitrage Pricing Model)*, се отнася както към вътрешния, така и към външния капитал. Например, ако една фирма има цена на дяловия капитал от 20 %, то тази цена важи и за външния и за вътрешния дялов капитал (т.е. неразпределената печалба – Retained Earnings). След като се добавят транзакционните разходи за новите емисии външен дялов капитал (нови акции или опции върху дялове), *външния капитал ще стане малко по-скъп от вътрешния*. Тази еквивалентност насочва към това, че **проектите финансирани с вътрешен дялов капитал следва да покриват същите критерии, както и тези финансирани отвън**. Споменатата по-горе фирма трябва да реализира възвръщаемост на дяловия капитал (Return on Equity) по-висока от 20 %, независимо дали си финансира проектите с вътрешен или външен дялов капитал. На второ място, очевидно размера на вътрешното финансиране е ограничено до размера на паричните потоци, които фирмата генерира от операциите си. *Дори, ако фирмата не плаща дивиденди, тези парични потоци може да не са достатъчни за финансиране на проектите ѝ*. Следователно, да се разчита изцяло на вътрешно финансиране за подкрепа на фирмените проекти, може да доведе до тяхното забавяне или до възможна загуба на проекти в полза на конкурентите. Трето, мениджмънтът не трябва да прави грешката да смята, че цената на фирмените акции на пазара няма значение, ако тя се финансира само вътрешно. Акционерите във фирми, чиито акции са понижали цените се е много по-слабо вероятно да се доверят на мениджърите си да реинвестират паричните им потоци, в сравнение с акционерите във фирми с растящи цени на акциите.

### **Растеж, риск и финансиране (Growth, Risk and Financing):**

С растежа и съзряването на фирмите *техните парични потоци и експозицията им на риск стават по-предвидими*. Паричните потоци стават по-големи (в сравнение със стойността на фирмата) и рискът се доближава до средния риск за всички фирми. Изборите на финансиране, които фирмата прави, отразяват тези промени. *За да разберем тези избори нека да разгледаме 5 стадия в жизнения цикъл на фирмата:*

**1. Старт (Startup)** – това е началната фаза на бизнеса, след като е бил формиран. В общия случай, това ще бъде частен бизнес, финансиран със средства на собствениците и вероятно банков дълг. Ще съществуват и някои ограничения по отношение на нуждите за финансиране и опитите на бизнеса да натрупа клиенти, да се установи и да се утвърди.

**2. Експанзия (Expansion)** – след като веднъж фирмата е успяла в привличането на клиенти и се е установила на пазара, *нуждите и от финансиране се увеличават с намерението и да расте*. Тъй-като е малко вероятно фирмата да генерира високи вътрешни парични потоци през тази фаза и инвестиционните нужди ще са високи, собствениците по принцип биха се обърнали към фирмите за стартов и частен капитал, за да запълнят празнината. Някои фирми в тази позиция биха направили прехода към излизане на капиталовия пазар, за да наберат средствата, от които имат нужда, чрез емитирането на обикновени акции (Common Stock).

**3. Висок растеж (High Growth)** – с прехода към излизането на капиталовия пазар и придобиването на публичен статут възможностите за финансиране се увеличават. *Въпреки, че приходите на фирмата се увеличават бързо, печалбата е вероятно да расте с по-ниски темпове от приходите, а паричните потоци да не покриват нуждите от реинвестиране.* По принцип, публично търгуваните фирми на този етап ще емитират нови емисии от *акции, варанти и други опции върху дялов капитал.* Ако се използва и дългово финансиране, най-вероятно може да бъде емитиран и *конвертируем дълг.*

**4. Зрял растеж (Mature Growth)** – с укротяването на растежа фирмите по принцип се срещат с 2 феномена. *Печалбата и паричните потоци ще продължат да се увеличават бързо в резултат от минали направени инвестиции и нуждата от инвестиране в нови проекти ще намалее.* Нетният ефект ще бъде увеличение на пропорцията в нуждите за финансиране, която се покрива от вътрешните парични потоци и промяна във вида на външното финансиране, което се използва. Компаниите е вероятно да използват в по-висока степен дълговото финансиране под формата на банков дълг или корпоративни облигации, за да финансират инвестиционните си нужди.

**5. Упадък (Decline)** – последната фаза в този корпоративен жизнен цикъл е упадъкът. Фирмите в тази фаза се характеризират с *намаляващи приходи и печалби, дължащи се на съзряването на бизнеса и превземането на пазара от нови конкуренти.* Направените вече инвестиции е вероятно да продължат да произвеждат парични потоци, въпреки че това ще става с по-нисък темп и фирмата ще има ниски нужди от нови инвестиции. Така, *остатъчните вътрешни парични потоци е вероятно да надвишават нуждите от реинвестиране.* Слабо вероятно е фирмите да правят нови емисии от акции или облигации на този етап, а е по-вероятно да чистят съществуващите си дългове и да изкупуват обратно акции. В известен смисъл, *фирмата постепенно се самоликвидира.*

Не всички фирми преминават през тези 5 стадия и изборите за финансиране не са едни и същи за всички тях. Първо, **много фирми така и не преминават след стартовата част на процеса.** От десетките хиляди бизнеси, които се започват ежегодно от предприемачите, много не успяват да оцелеят и дори тези, които оцеляват, продължават съществуването си като малки бизнеси, имащи много нисък потенциал за растеж. Второ, *не всички успешни частни фирми излизат на борсата и придобиват публичен статут.* Някои фирми остават частна собственост и успяват да привличат достатъчно капитал, за да поддържат растежа си в дългосрочен план. Трето, *съществуват фирми, които изглежда да нямат нужда от външно финансиране,* дори когато са във фазата на висок растеж, тъй като вътрешните парични потоци се оказват повече от достатъчни, за да финансират растежа. Съществуват *бързорастящи фирми, които емитират дългови инструменти и слаборастящи фирми емитиращи дялове.* Накратко, съществуват редица изключения, но все пак тази рамка на жизнения цикъл предоставя *полезни насоки, за да обясним поведението на различните фирми и да разберем кое ги отклонява от следването на предписаните финансови избори.*

Следва да се отбележи, че разглеждайки изборите на фирмите между дълг и дялове в различните фази на жизнения им цикъл, съществуват още 2 неща, които не направихме в този анализ. Първо, не обяснихме в подробности *защо фирмите във всеки от стадията на*

жизнения цикъл избират съответния вид финансиране. Второ, не сме разгледали какъв вид дълг е най-добър за фирмите – краткосрочен или дългосрочен, в местна или чуждестранна валута, с фиксирано или плаващо лихвено ниво. Причината е, че тези избори зависят най-вече от вида активи, които фирмата финансира и природата на паричните потоци от тези активи, а не толкова от етапа на жизнения цикъл, в който фирмата се намира.

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

[www.interaccount.eu](http://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.*