Раздел III

Фирмени финанси

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XI** | **ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ НА ФИРМЕНИТЕ ФИНАНСИ** |

 ***А/ Въведение в учебната тема***

Учебната тема „Теоретични основи на фирмените финанси” разкрива тяхното място и роля във финансовaта система на държавата.

След усвояване на темата Вие ще бъдете запознати с:

* управлението на фирмата;
* структурата на финансовия баланс.

Структурата на темата е оформена в следните точки:

* 1. Предмет на финансите на фирмата
	2. Балансът – основа за управление на капиталите на фирмата
	3. Определяне на потребността от капитали и инвестиции

***Б/ Съдържание на учебната тема***

1. **Предмет на финансите на фирмата**

Финансите на фирмата са звено от финансовата система. Предметът на финансите на фирмата се свързва с два процеса – финансиране и инвестиране. Чрез финансирането се осигуряват капиталите на фирмата посочени в пасива на баланса, а чрез инвестирането тяхното използване и материализирането им в реални и финансови активи. Относно предмета на финансите могат да се дадат следните определения[[1]](#footnote-1):

* Финансите на фирмата обхващат всички парични операции, засягащи дейността на фирмата;
* събирането и използването на капитали /финансиране и инвестиране/;
* Финансите на фирмата са част от общата управленска политика. Основен метод на тази политика е сравняване на финансирането /осигуряване и цена на капитала/ с инвестирането /рационално използване/.

Като заключение може да се каже, че предметът на фирмените финанси включва, както техниките за набиране на капитала, така и неговото ефективно използване за финансиране на инвестициите.

Финансовият мениджмънт е понятие свързано с фирмените финанси. Разглежда се като система, включваща дейности по ефективното управление на фирмата /управление на парични потоци, използване на техники за събиране на капитала и ефективно инвестиране на капитала/.

1. **Балансът – основа за управление на капиталите на фирмата**

Балансът показва финансовото състояние на фирмата към определен момент. Той се състои от две страни актив и пасив. В актива намира отражение всичко, което притежава фирмата – реални, финансови и ликвидни активи. Активите са дълготрайни /постоянни/ и краткотрайни /оборотни/.

Пасивът показва произхода на капиталите. Те са групирани в три групи: собствен капитал, средносрочни и дългосрочни дългове и краткосрочни задължения.

Между актива и пасива съществува равенство. Всяка промяна в едната страна на баланса води до промяна на другата в същия размер.

В зависимост от финансовото управление на фирмата годишния финансов резултат може да бъде положителен или отрицателен. Печалбата е изражение на успешно управление и тя е доказателство за това че богатството на фирмата се е увеличило спрямо предходния период. Загубата води до намаляване на актива или увеличаване на задълженията.

Балансът на дадена фирма може да се представи по следния начин:

|  |  |
| --- | --- |
| АКТИВ | ПАСИВ |
| 1. Дълготрайни активи | 1. Собствен капитал |
| 2. Дългосрочни ценни книжа | 2. Резерви |
| 3. Запаси | 3. Неразпределени резултати от предходни години |
| 4. Краткосрочни ценни книжа | 4. Провизии за разходи и загуби |
| 5. Депозити, чекове и пари | 5. Дългосрочни и средносрочни заеми |
| 6. Загуби | 6. Краткосрочни заеми |
|   | 7. Печалба |
| Общо актив | Общо пасив |

Реализираната печалба за годината намира отражение в пасива на баланса. Тя води до нарастване стойността на актива или намаляване със същия размер на дълговете в пасива.

 Загубата се посочва в актива на баланса и с нейния размер, той се намалява или се увеличават дълговете на фирмата[[2]](#footnote-2).

 Съкратената форма на финансовия баланс може да се представи по следния начин:

|  |  |
| --- | --- |
| АКТИВ | ПАСИВ |
| 1. Дълготрайни активи | 1.Дългосрочни капитали |
| 2. Краткотрайни активи, финансирани с дългосрочни капитали | 2. Средносрочни капитали |
| 3. Краткотрайни активи, финансирани с краткосрочни капитали | 3. Краткосрочни капитали |
| Общо активи | Общо пасиви |

Приходите и разходите на фирмата са посочени в отчета за приходите и разходите.

 Приходите са: приходи от дейността, финансови приходи и извънредни приходи.

 Разходите са: разходи за дейността, финансови разходи и извънредни разходи.

 Разликата между приходите и разходите представлява счетоводната печалба отразена в разходната част на отчета за приходите и разходите. От счетоводната печалба като се приспаднат данъците и други плащания се получава нетната печалба на фирмата.

 Съкратената форма на финансовия баланс и познаването на приходите и разходите на фирмата е база за определяне потребността на фирмата от краткосрочни и дългосрочни активи.

**3. Определяне на потребността от капитали и инвестиции**

Финансовият мениджмънт постепенно обхваща по-широк кръг от въпроси. Вместо към структурата на баланса и пазарната стойност на фирмата вниманието се насочва към оценка на потребността от капитали. Фирмата започва да се разглежда като динамична система, чиито крайни резултати зависят от използването на капиталите и рационалното финансово управление. Чрез финансовия анализ се цели да се оцени фирмата за един продължителен период на базата на оценката на нейната дейност, а не само в случай на евентуална ликвидация. В този аспект нарастването на капацитета на фирмата е свързано с осъществяване на инвестиции, т.е. употребата на капитали, независимо дали са дълготрайни или краткотрайни активи. Осъществяването на нови инвестиции позволява разширяване дейността на фирмата чрез въвеждането на нови производства. Всяка нова инвестиция трябва да бъде съобразена с капацитета на самофинансирането,[[3]](#footnote-3) който трябва да разреши следните проблеми:

* изплащане на предварително сключените заеми;
* възнаграждение на собствениците на капитал, т.е. разпределение на дивиденти между акционерите;
* поддържане икономическия потенциал на фирмата на конкурентно равнище.

 Анализът на ликвидността на фирмата дава възможност на кредиторите да следят изплащането на предоставените от тях краткосрочни кредити. Краткотрайните (оборотните) активи на фирмата са свързани с нейната производствена дейност. Ако балансът се оценява към даден момент, то е необходимо да се установят запасите на склад, полиците по сметка клиенти, кратко­сроч­ните дългови ценни книжа и дълговете към доставчиците. Потребността от оборотни активи и тяхното финансиране чрез краткосрочни кредити, зависи от реалното разплащане с доставчиците и инкасирането на суми от клиентите.

 Оборотният капитал се установява като разлика между стойността на целия пасив и дълготрайните активи, а чистият оборотен капитал - като разлика между краткотрайните (оборотните) актив и текущия пасив (текущите, паричните, краткосрочните капитали)[[4]](#footnote-4).

 С въвеждането на понятието оборотен капитал се стига до една по-глобална финансова теория, чиито основни принципи са:

* Финансирането на капитала трябва да става от ресурс с еквивалентна продължителност на неговото използване;
* За един и същ падеж, трябва да се осигури приблизително равновесие между сумите за плащане на суровини и материали и тези от постъпленията в резултат на реализирана продукция.

В този процес чистите оборотни капитали гарантират непрекъснатост на производствения процес на фирмата. Те са своеобразно поле на сигурност. Като цяло чистите оборотни капитали предопределят финансирането на част от оборотния актив с постоянни капитали.

 Възвръщаемостта на фирмата е относителна величина, която се изчислява като се съпостави брутната печалба и финансовите разходи с целия авансиран капитал. Във връзка с това реалната цена на кредита при инфлация се изменя. Краткосрочните кредити в период на криза стават по-скъпи, отколкото дългосрочните кредити. За фирмата нарастването на краткосрочните задължения за кратък срок означава да се повиши рискът от изпадане в неликвидност. Задлъжняването на фирмата не се възприема като ресурс, който не трябва никога да се изплаща, а като временно финансиране на фирмата. В същото време издължаването на кредита на фирмата става за сметка на собствените капитали, чиято величина зависи от крайния резултат, от дейността на фирмата и от равнището на възвръщаемостта.

 Собствените капитали на фирмата са източник за финансиране дейността на фирмата. Рационалното съчетаване на собствените капитали със заетите е гаранция за висока възвръщаемост на фирмата. Затова вниманието е насочено към постоянния капитал на фирмата, чиято величина е равна на сумата от собствените капитали и средносрочните и дългосрочните дългове.

 ***В/ Допълнителна литература***

1. Адамов, В. Финанси на фирмата, Абагар, В. Търново, 2012
2. Петров Г. и др. Фирмени финанси, Тракия, София, 2006

***Г/ Ключови термини***

1. Финансов баланс
2. Краткосрочни и дългосрочни активи
3. Оборотен актив
4. Текущ пасив
5. Чисти оборотни капитали
6. Постоянни капитали
7. Ликвидност
8. Платежоспособност на фирмата
9. Възвращаемост на капитала
10. Собствен капитал
11. Зает капитал
12. Отчет за приходите и разходите

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XII** | **ИЗТОЧНИЦИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ И ФОРМИРАНЕ НА КАПИТАЛА НА ФИРМАТА** |

***А/ Въведение в учебната тема***

В учебната тема „Източници за финансиране и формиране на капитала“ се разглежда технологията за формиране на капитала в различните типове дружества, както и ролята на увеличаването и намаляването на капитала и изграждането на капиталовата структура на фирмата.

 След усвояване на темата Вие ще знаете за:

* същността и видовете източници за финансиране;
* формиране на капитала в акционерните дружества;
* технологията за увеличаване, намаляване и амортизиране на капитала на търговските дружества.

 Структурата на темата е оформена в следните точки:

1. Видове източници за финансиране
2. Технология на формиране на капитала
3. Увеличаване на капитала на фирмата
4. Намаляване и амортизиране на капитала

***Б/ Съдържание на учебната тема***

1. **Видове източници за финансиране**

Създаването на една фирма е свързано с формиране на съвкупност от парични ресурси. В зависимост от вида на дружеството, първоначално капиталът се набира от собствениците (акционерите) като се нарича основен, уставен или акционерен и се записва в пасива на баланса като „КАПИТАЛ“. Това е първият начин за финансиране на фирмата.

Търговското дружество е форма на организация и управление, която се основава на договор, сключен между две или повече лица за съвместно осъществяване на дейност с цел разпределение на реализираните бъдещи печалби между участниците. Като такива се определят колективните дружества, командитните дружества, дружествата с ограничена отговорност и акционерните дружества. От своя страна, акционерните дружества се разделят на анонимни акционерни и командитни акционерни дружества. Това изисква задълбочено изследване на особеностите на формирането на капитала в тези видове дружества, както и спецификата на организация на ресурсите в дружествата с променлив капитал, инвестиционните дружества, кооперативните дружества, дружествата за участие и дружествата за управление.

За да може да си осигури необходимите за дейността си активи, всяка фирма трябва да разполага с финансови средства за тяхното набавяне. Тези финансови средства идват или от самата дейност на фирмата или се набират на капиталовите пазари.

Според това дали средствата са резултат от собствената дейност или не, финансовите източници се разделят на вътрешни и външни.

* **Вътрешните източници** са неразпределената печалба и амортизационните отчисления. Частта от нетната печалба, която не се разпределя под форма на дивиденти между акционерите или съдружниците, се реинвестира в дейността на фирмата или се използва за финансиране на нови инвестиционни проекти. Наред с неразпределената печалба за тази цел се използват и амортизационните отчисления. Те служат не само за финансиране на възстановяването на изхабени дългосрочни активи, но и като източник за финансиране на разширяването на фирмената дейност. Ето защо:
	+ Амортизационните отчисления и неразпределената печалба, на практика, се използват заедно, без да бъдат разграничавани едни от други – като парични средства във фирмата, те се инвестират заедно, независимо от произхода им.
	+ Средствата от амортизации са на разположение през цялото време от постъпването на парите от реализация на стоките и услугите, в чиято стойност са начислени до момента на подмяна на съответните дълготрайни активи.
	+ Набраните амортизационни отчисления обикновено са значително повече от необходимите суми за подмяна на излизащите от употреба дълготрайни активи.

Финансирането за сметка на вътрешни източници има значителни предимства пред външното финансиране. Разширяването на една фирма за сметка на вътрешни източници е в истински смисъл растеж на тази фирма, защото той е резултат от реализирането и натрупването на дохода от нейната дейност и е доказателство за нарастване на вложения капитал.

* **Външните източници** на финансиране са капиталите, които могат са се набавят чрез участие на финансовите пазари. Става въпрос за привличане на нови инвеститори или увеличаване размера на участие на съществуващите. Набирането на средства се реализира най-често посредством емисия на ценни книжа от страна на фирмата, сключване на договори за банкови заеми, лизингови споразумения и др.

За първоначалното осигуряване на капитала на новосъздадената фирма от значение са външните източници. Те се определят като доста рискови. Това кара инвеститорите и всички останали лица, имащи делови отношения с фирмата да гледат подозрително на всяка нова емисия на ценни книжа.

1. **Технология на формиране на капитала**

Формирането на капитала на всяко дружество започва с подписка, в която желаещите декларират намерението си за участие в дружеството с капитали. Подписката е акт на материализирана търговия, осъществявана по време на формиране на капитала. Учредителите трябва да спазват следните изисквания:

* публичният апел трябва да се осъществява с помощта на финансови посредници;
* при създаване на дадено дружество емисиите на акции под номиналната стойност са забранени;
* задължително е плащането на най-малко една четвърт от величината на всяка акция (от номинала, означен върху нея);
* акционерите внасят част (една четвърт) от номиналната стойност на акциите в пари по време на създаване на дружеството;
* останалите три четвърти от обявения капитал остават дължими и във всеки момент дружеството може да ги изиска от акционерите;
* акциите за вноски в натура са освободени изцяло със създаване на дружеството.

 **2.1. Формиране на капитала в акционерните дружества**

Акционерните дружества са капиталови дружества, чиито вноски се формират чрез свободно договорируеми ценни книжа, определящи отговорността на вносителя само до размера за записаното участие.

За акционерните дружества е характерно:

* отговорността на всички акционери (най-малко седем) е ограничена до размера на тяхната участие в капитала;
* капиталът се разделя на акции (ценни книжа), които подлежат на продажба и се издават срещу направена вноска в пари или натура;
* издадените ценни книжа могат да се препродават, само ако са прехвърляеми, т.е. са ценни книжа на преносител и поименни ценни книжа;
* публичен апел към инвеститори могат да правят само дружества, които имат ценни книжа, официално котирани на борсата или използват услугите на банки, финансови учреждения и обменни агенции.

Съществуват разграничения на възможностите и условията за формиране на капитала в акционерните дружества. Те са:

* **Формиране на капитала въз основа на спестяванията на икономическите агенти.** Този начин за набиране на капитал е типичен за страните с развита пазарна икономика и се характеризира със следните особености:
	+ изискване за минимален обем на капитала;
	+ съставяне на проекто-статут на дружеството с уточняване на предназначението и възнаграждението по вноските в натура;
	+ публикуване в официален бюлетин на условията за реклама преди започване на подписката;
	+ предоставяне на информация на органите на борсата;
	+ организиране на вътрешна подписка на акции;
	+ депозиране на капитала, събран чрез подписката.

За да сформира дружеството то трябва да извърши: 1) регистрация в съда на различните дейности и декларациите за съгласуване на интересите; 2) регистрация в търговския регистър и публикуване на името на дружество; 3) данъчна регистрация и плащане на регистрационни такси.

* **Формиране на капитала въз основа на финансовите средства на учредителите.** Тук се изисква:
	+ минимален обем на капитала;
	+ съставяне на проекто-статут с доклад за оценката на вноските в натура и посочване на ръководните кадри;
	+ записване на статута на всеки участник в подписката;
	+ съставяне на декларация за съгласуване на интересите, подписана от членовете на борда на директорите и съвета по надзора.

 **2.2. Формиране на капитала в други типове дружества**

 **А. Събирателно дружество**

Лицата, участващи в тези дружества отговарят солидарно и неограничено за размера на активите. Капиталът на събирателното дружество е разделен на определен брой дялове, които се предоставят на акционерите срещу техните вноски. Те представляват ценни книжа, които не подлежат на продажба и могат да бъдат отстъпвани само със съгласието на всички акционери. Членовете на дружеството се избират на основа на взаимно доверие и солидарност, съществуващи между тях по отношение на дълговете на дружеството. Всеки член, независимо от неговия дял е персонално, неограничено и солидарно отговорен за съвкупността от имуществата и за всички дружествени дългове.

 **Б. Обикновено командитно дружество**

Капиталът на командитното дружество се разделя на дружествени части, като величината му се записва в две статии на баланса. Към статията „Капитал“ се вписва величината на средствата, внесени от поименните акционери, т.е. командитите. Те са персонално, неограничено и солидарно отговорни за дружествения дял. Към статията „Командит“ се записват вноските на акционерите, наречени още командитери. Те са отговорни за дружествените дългове само до размера на техните вноски.

 **В. Акционерно командитно дружество**

 При този вид дружество се разграничават две категории участници. Първата категория са командитите, които се избират персонално и са неограничено и солидарно отговорни за дружествените дългове. Втората категория, командитерите са отговорни за задълженията на дружеството само до размера на техните вноски.

 Акционерните командитни дружества се различават от обикновените командитни дружества с това, че командитерите не са избрани персонално и техните права се представят от подлежащи на продажба акции.

 **Г. Дружества с ограничена отговорност**

Членовете на дружеството с ограничена отговорност са избрани по отношение персоналността на дружеството. Капиталът е представен от дружествени дялове, чието преотстъпване на трети лица се извършва с разрешение на мнозинството, което е три четвърти от капитала. Членовете са отговорни за дружествените дългове до размера на техните вноски.

 **Д. Холдинг**

 Холдингът е форма на сдружение, което притежава контролния пакет акции на други фирми с цел управление и контрол на тяхната дейност. Обединяването на фирми в холдинг спомага за преодоляване на националните различия в счетоводен, митнически и законодателен аспект. Холдингът има три разновидности:

* етноцентрични дружества, където доминиращи са националните фирми;
* полицентрични дружества – преобладават елементарните клетки, внедрени в други страни;
* геоцентрични дружества – управлението се разделя между централна координация (холдинговите компании) и местните производствени фирми.

 **Е. Кооперативни дружества**

 Това са дружества, които имат право да променят капитала си и могат да го увеличават чрез последователни вноски на акционерите или чрез присъединяване на нови членове и респективно да го намаляват с частично или изцяло връщане на вноските. Кооперативните дружества се сформират с цел елиминирането на влиянието на някои посредници – търговци, банкери и др., а също така за намаляване на разходите и увеличаване на печалбата. Съществуват два вида кооперативни дружества:

* потребителски кооперации - с основна задача продажба на стоки за потребление;
* производствени кооперации – формират се от работници и служители с цел съвместно упражняване на професиите.
1. **Увеличаване на капитала на фирмата**

При финансова активност на фирмата, увеличаването на капитала e следствие от дейността й. На практика, това означава, че нарастват собствените капитали на фирмата. Най-често увеличаване на капитала се извършва по следните начини:

* **Увеличаване на вноските в наличните парични средства**, което подобрява капиталовата структура на фирмата. Това позволява увеличаване на чистите оборотни капитали, т.е. стабилно финансиране на част от оборотния актив, дължащото се на нарастването на постоянните капитали и по-специално на собствените капитали. От друга страна, увеличаването на собствения капитал е предпоставка за отпускане на дългосрочни и средносрочни заеми и запазване на оптималната структура на фирмата.
* **Увеличаване на вноските в натура**, което представлява едновременно увеличаване на дългосрочните активи и собствените капитали без това да променя финансовото равновесие на фирмата. В следствие на това, активността нараства, а заедно с нея и запасите, кредитите, отпуснати на клиенти, т.е. оборотния актив.
* **Включване на резервите и печалбите в капитала на фирмата**, с което не се променя финансовата й структура. В нашата практика това се осъществява в срок от три месеца след приемането на годишния счетоводен отчет за изтеклата година.
* **Конверсия на дълговете на фирмата в акции**. Ако конверсията обхваща само краткосрочните дългове се увеличават чистите оборотни капитали, т.е. финансовата структура на фирмата. Ако конверсията засяга дългосрочните и средносрочните дългове, величината на постоянните капитали и на чистите оборотни капитали остава непроменена.
* **Поглъщане на друго дружество или на част от него**. В различните типове дружества изискванията са различни. За увеличаване на капитала в колективните дружества се изисква единодушие на акционерите, ако в статута не е посочено друго. При командитните дружества това се постига с единодушие на командитите и мнозинството на командитерите. При дружествата с ограничена отговорност с решаващо значение е съгласието на две трети от акционерите.

 **3.1. Увеличаване на капитала чрез вноски**

Това е основният начин за увеличаване на капитала на дружеството. Извършва се по два начина:

* **Увеличаване на капитала чрез публичен апел.**

В този случай дружеството обявява своето намерение да привлече повече акционери. Процедира се по следния начин: свиква се заседание на борда на директорите за увеличаване на капитала на дружеството, след което се събира Общото събрание. Решенията се предоставят на съответните компетентни органи. В официалния печат се обявява датата на откриване на подписката и се дава информация за финансовото състояние на фирмата.

* **Увеличаване на капитала без публичен апел.**

Извършва се по същия начин, но съществуват две различия: първо, липсва публичност на информацията за подписката като акционерите се информират чрез писмена покана; второ, борсовите органи не правят заверка поради непубликуване на информация в обществото.

Увеличаването на капитала чрез вноски зависи от разновидностите на дружествата и характера на дейността им. Решението се взима от Общото събрание на акционерите на извънредно заседание и се фиксира минималния размер на увеличението.

За да се увеличи капитала е необходимо, курсът на старите акции да е по-висок от емисионната цена, защото в противен случай участниците в подписката ще предпочетат старите акции. За тази цел капиталът трябва да се намали предварително чрез съкращаване на броя на старите акции. На акционерите се предлагат привилегировани акции, които им дават специфични предимства. Понякога курсът на старите акции е по-висок от тяхната номинална стойност и дружеството реализира емисионна премия (получава се като разлика между емисионната цена и номиналната стойност). От една страна, реализираните премии служат за покриване на разходите по новата емисия, а от друга, за повишаване размера на резервите. При увеличаване на капитала на дружеството могат да участват и банкови институции чрез покупка или пласиране по уговорени цени на неизползваните от акционерите права за участие в подписката.

 **3.2. Увеличаване на капитала чрез включване на резервите и печалбите**

Тук капиталът се увеличава чрез наличните резерви и печалби, които все още нямат предназначение. Това може да стане по два начина:

* **увеличаване на капитала чрез повишаване на номиналната стойност на акциите** – нарастването на капитала се реализира с покачване на борсовия курс на акциите без да се променя техния брой, т.е. частта на всяка акция в чистото състояние на фирмата;
* **увеличаване на капитала чрез разпределянето на безплатни акции** – с него се цели пропорционално намаляване на частта на всяка акция в чистото състояние на дружеството. Всяко увеличаване на акциите намалява техния борсов курс. При тези обстоятелства, обаче, разликата между новия и стария не е пропорционална на разликата между величините на стария и новия капитал. Това се дължи на влиянието на три фактора:
	+ намаляването на цената на акцията се дължи на съответстващото намаление на частта на всяка акция в актива на дружеството. Това позволява включване на нови акционери и намалява търсенето;
	+ новите акции дават право на дивидент и разпределението на безплатни акции води до нарастване на разпределяемите печалби;
	+ акционерите стават притежатели на по-голям брой акции.

Разпределението на безплатни акции дава право на собственост на част от имуществото на базата на всяка стара акция като това право може да се преотстъпва и продава.

 **3.3. Увеличаване на капитала чрез конверсия на акции в облигации**

Конверсията на акциите в дългове на фирмата е процес на превръщане на акциите в облигации или краткосрочни дългови ценни книжа. Това се осъществява по два начина:

* **Увеличаване на капитала в налични пари** – реализира се чрез освободени акции, компенсирани с ликвидни и изискуеми кредити, предоставени на дружеството от трети лица. В този случай е необходимо акционерите да се откажат от привилегированото си право на подписка в полза на кредиторите или притежателите на облигации. Самата конверсия има своя специфика, с която финансовото управление трябва да се съобразява – съществува риск от фалит, ако фирмата не е в състояние да си плаща лихвите.
* **Увеличаване на капитала чрез внасяне в натура на кредитите на дружеството** – технологията е идентична с тази на увеличаването на капитала чрез вноски в натура. Осъществява се чрез дългосрочно финансиране на фирмата.
1. **Намаляване и амортизиране на капитала на фирмата**

Това е техника, която спомага за влагане на ресурси в ценни книжа на други фирми и институции с цел осигуряване на допълнителни капитали за фирмата. Освен това оказва положително въздействие върху процеса на самофинансиране и дава възможност за увеличаване на фирмената активност. Трябва да се прави разлика между намаляване и амортизиране на капитала:

* при намаляване на капитала се съкращават вноските на акционерите чрез свеждане на капитала до стойност по-ниска от тази, която е имал преди;
* амортизирането на капитала е операция, при която сумата, изплащана на акционерите се удържа от печалбата или наличните резерви, а не от капитала.
	1. **Намаляване на капитала на фирмата**

Намаляването на капитала на фирмата е операция, която изразява промяна в статута на дружеството и може да бъде осъществена само по решение на Общото събрание на акционерите. Ако с мнозинство се приеме предложението, дружеството трябва да отрази промяната в търговския регистър и да уведоми своите кредитори. Намаляването на капитала става чрез прехвърляне на загубите; връщане на дялове на акционерите; социални облекчения.

* **Намаляване на капитала чрез прехвърляне на загубите.**

Нормативната уредба дава възможност на фирмите при определени условия да компенсират загубите чрез намаляване на капитала. За целта загубите трябва да фигурират в счетоводните документи, чистият актив да е по-нисък от определената величина на капитала и Общото събрание на акционерите да е оценило потребността от продължаване или прекратяване на дейността на дружеството. Ако е взето решение за прекратяване на дейността на фирмата, финансовото управление се задължава за определен период от време да съкрати капитала със сума, равна на величината на загубите. Ако в резултат на това намаляване размерът на капитала бъде сведен под законовия минимум, операцията трябва да бъде последвана от неговото увеличаване, за да се достигне до определения минимум или пък да се пристъпи към трансформиране на дружеството в друга фирма.

Намаляването на капитала е задължително, когато дружеството понася загуби на имущество и има нужда от нови капитали. За да покрие загубите си, дружеството може да емитира нови акции и да започне отново плащането на дивиденти.

За да се пристъпи към съкращаване на капитала трябва да се информират кредиторите и да се получи съгласието им за трансформиране на отпуснатите от тях кредити в акции на фирмата.

Намаляването на капитала се извършва чрез:

* намаляване на номиналната стойност на акциите като техния брой остава непроменен;
* намаляване на броя на акциите и запазване на номиналната им стойност;
* комбинация на двата способа.
* **Връщане на дяловете на акционерите и откупуване на акциите.**

Намаляването на капитала не цели покриване на загуби, а ограничаване активността на фирмата. Прилагат се два способа:

* Връщане на част дяловете на акционерите или отказ от събиране на още неосвободения капитал, т.е. този който не е внесен в дружеството. Намаляването на капитала се реализира чрез изплащане на акционерите на част от номиналната стойност на всяка акция или чрез понижаване на стойността на активите посредством отказ за събиране на неосвободената част от капитала. И при двете операции се намалява номиналната стойност на акциите, но без да се пада под законоустановения минимум, като на преден план се поставя въпроса за уреждане на взаимоотношенията с кредиторите и изплащането на дълговете.
* Откупуване на акции. Осъществява се чрез откупуване от борсата или откупуване по взаимно договаряне. Ако курсът на акциите е по-нисък от номинала, при изкупуването фирмата ще реализира печалба равна на разликата между номиналната стойност и курса при изкупуването.

Тази операция ще бъде отразена в баланса като се намали актива с величината на откупените акции, а пасива операцията ще доведе до намалявана на капитала със сума равна на номинала на откупените акции и записване на резултатите на реализираната обща печалба, която не подлежи на облагане.

По принцип съществува забрана за откупуване на акции от фирмата, която ги е емитирала. Но на практика, откупуването може да се осъществи със съгласието на Общото събрание на акционерите или ако курсът на акциите при покупка е по-нисък с определен процент от чистия им актив.

При откупуване на акциите право на участие трябва да имат всички акционер, за да се запази принципа за равенство в съответствие дяловете им в дружеството, защото всеки акционер може да се окаже и продавач. При положение, че акциите не се котират, откупуването трябва да се осъществи по взаимно споразумение чрез публичност, достатъчна за да сведе извършването на операцията до знанието на всички акционери.

* 1. **Амортизиране на капитала на фирмата**

Амортизирането е техника, която се изразява в изплащането на акционерите на цялата или част от номиналната величина на техните акции преди нормалната дата на ликвидацията. Източник на ресурси на това плащане могат да бъдат печалбите и резервите, но без установените резерви на фирмата. При този процес не настъпва промяна във величината на капитала, а само в записванията на операцията в баланса. При това положение стойностите в актива намаляват в съответствие с величината на амортизирането, а в пасива печалбите или резервите със същата сума. Тук трябва да бъдат очертани следните особености:

* Амортизирането на капитала е своеобразна форма на използването на печалбите и резервите. Различава се от другите процедури с това, че се осъществява само с решение на Общото събрание;
* Амортизирането на капитала е нетрадиционна форма на използването на печалбата и резервите. Поради тази причина в устава на дружеството трябва да бъде отбелязана възможността за амортизиране на акциите.
* Амортизирането на акциите чрез тиражиране дава възможност за намаляване на капитала с цел рационализиране на неговото управление с емитирането на пазарни акции, предназначени за покупко-продажба.

***В/ Допълнителна литература***

1. Адамов, В., Холст Д. и А. Захариев. Финансов анализ, В. Търново, Абагар, 2008
2. Динев, Д. и Д. Ненков. Финанси на съвременната фирма. София, 1992

***Г/ Ключови думи и понятия***

1. Финансови източници

2. Неразпределена печалба

3. Амортизационни отчисления

4. Самофинансиране

5. Облигационен заем

6. Публичен апел

7. Акционерно дружество

8. Събирателно дружество

9. Командитно дружество

10. Холдинг

11. Конверсия на дългове

12. Акции и облигации

14. Намаляване на капитала

15. Увеличаване на капитала

16. Амортизиране на капитала

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XIII** | **ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА КРАТКОСРОЧНИТЕ АКТИВИ** |

***А/ Въведение в учебната тема***

В учебната тема „Финансово управление на краткосрочните активи” се разкрива тяхната роля като инструмент за осигуряване на непрекъснатост на производството и обезпечаване на всички парични сделки на фирмата.

След усвояване на темата Вие ще можете да:

* съставяте финансов баланс;
* определяте чистите оборотни капитали;
* установяването потребността от капитали.

Структурата на темата е оформена в следните точки:

1. Характеристика на оборотните /краткосрочните/ активи
2. Обращаемост на оборотния актив
3. Потребност от краткосрочни активи
4. Финансиране потребността на фирмата от оборотни активи

***Б/ Съдържание на учебната тема***

**1. Характеристика на оборотните (краткосрочните) активи**

Характеристиките на оборотните активи (краткосрочните инвестиции) изисква тяхното представяне в два аспекта[[5]](#footnote-5):

* брутен оборотен актив, който включва общата сума на оборотния актив без да са приспаднати от нея краткосрочните задължения;
* чист оборотен актив, изчислен от баланса като разлика между оборотния актив и краткосрочните задължения.

rok = OA - KD

 Към оборотния актив се отнасят:

* активите в производството (запасите);
* бързореализуемите активи (кредитите и краткосрочни ценни книжа);
* ликвидните активи (депозитите, парите и краткосрочните ценни книжа).

 Обикновено последните две групи формират вземанията на фирмата до една година. В същото време към краткосрочните задължения се отнасят:

* краткосрочните банкови заеми;
* задълженията към доставчиците;
* задълженията по изплащане на краткосрочни ценни книжа с настъпил падеж;
* задълженията към бюджета;
* задълженията към персонала;
* задълженията към акционерите;
* други задължения.

На този фон финансовият анализ на счетоводния баланс трябва да бъде насочен към:

* изследване на измененията по статиите, отчитащи функциониращия оборотен актив;
* изучаване на оборота по сметките, разкриващи потребността от оборотни активи.

 При това положение коефициентът:



показва, че производственият цикъл на фирмата има една постоянна потребност от оборотни активи, която зависи от:

* размера на оборотните активи, които са замразени под формата на запаси;
* от активите, които са замразени като вземания от клиентите;
* задълженията към доставчиците, които все още не са изплатени от фирмата.

Салдото на тези три елемента представлява сумата на замразените пари в даден момент. С други думи, когато коефициентът



е равен например на 25 %, това означава, че 1/4 от оборота без данъците на фир­мата е „замразен”, т.е. обездвижен в ненужни запаси и вземания.

**2. Обращаемост на оборотния актив**

Финансовият анализ има за цел да разкрие една скрита реалност, т.е. действителното финансово състояние на фирмата за определен период. Интересно е по този повод да се установи какво има в сметките, разкриващи потребността от оборотни активи; какъв е чисто и просто неполученият оборот, нереализираното производство, неплатените покупки. С други думи, става дума за активи, в които обикновено се отразява дейността през дните, които предшестват приключването на сметките. По този начин:

* ако клиентите плащат на 15 дни, сметката „клиенти” представя последните 15 дни от продажбата;
* и обратно, ако на доставчиците се плаща на всеки 30 дни и ако покупките са ежедневни, сметката „доставчици” ще представя винаги последните 30 дни на покупки;
* ако фирмата се снабдява всеки ден със суровини и ги съхранява в продължение на три седмици преди да ги използва в производствения процес, запасът от суро­вини в баланса представлява трите последователни седмици на все още непотребни покупки.

 Разкриването на финансовото състояние на фирмата е по-сложно в резултат на следното:

* сроковете могат да се променят;
* дейността често е сезонна;
* условията на плащане не са едни и същи за всички клиенти;
* условията на производство не са еднакви за различните продукти.

 Чрез анализ на коефициентите за обращаемост се цели да се разкрие икономическата реалност във фирмата, даваща представа за финансовото и състояние.

 Ето защо анализът е насочен към следните направления:

* ***анализ на кредитите и другите вземания от клиентите***

Анализът в случая измерва средната продължителност на кредита, отпуснат от фирмата на нейните купувачи (клиенти) (или сред­ния срок на плащане на този кредит). Срокът на кредита се изчислява като съотношение на сумата на бизнес кредита (кредит-клиенти) към средния дневен оборот:

или

или също така:

 Сумата на бизнес кредита в баланса е посочена без прис­па­дане на данъците. Поради това оборотът също трябва да включва всички данъци. Следователно оборотът трябва да се умножи с размера на данъка върху добавената стойност (ДДС) и да се включи в първоначалната стойност, за да се получи оборотът с ДДС за продадените от фирмата продукти. Отделно сумата на бизнес кредита се изчислява по следния начин:

Вземанията от клиенти и свързаните с тях сметки

+ сконтираните ценни книжа с ненастъпил падеж

- авансите и вноските, получени по текущи поръчки

**= сумата на бизнес кредита**

* **анализ на изискуемостта на дълговете към доставчиците**

 Анализът на заема-доставчици измерва средната продължителност на кредита, отпуснат на фирмата от доставчиците, като съотношение на сумата на заема-доставчици към средните дневни покупки:





или:



На тази основа сумата на заема-доставчици се изчислява както следва:

Дългове към доставчиците и свързаните с тях сметки

- аванси и вноски, изплатени при поръчките са равни

Сумата на заема-доставчици

 Характерно е, че покупките включват всички данъци и такси. Те се изчисляват като се вземат под внимание:

покупките на стоки (+данъци и такси)

+ покупките на суровини (+данъци и такси)

+ други външни разходи (+данъци и такси)

 Следователно необходимо е да се умножат данните, получени като крайни резултати с ДДС, за да може данъчното задължение да се приспадне след включването му в общия оборот, т.е. да се осъществи приспадане на данък от данък (включеният ДДС в стойността на закупените суровини и материали и включения в стойността на произведената продукция).

* **анализ на обращаемостта на запасите**

 От точността на счетоводната информация се определя достоверността на коефициентите за обращаемост на запаса. В действителност чрез анализа се изчисляват реалните оборотни срокове. На първо място може да се изчисли един общ коефициент на обращаемостта на запасите в месеци, който е полезен при анализирането на тенденциите в развитието на фирмата:

,

или:



 Освен това може да се изчисли, според точността на счето­водните данни, обращаемостта на всеки елемент от запасите. По този начин за целите на анализа ще могат да се изчислят още няколко коефициенти за обращаемост на запаса, които се явяват характеристики на ефективността на елементите на запаса. На тази основа може да се каже,че:

* **Обращаемостта на запасите от суровини, която изразява относителната стойност на запаса по отношение на сумата на дневните покупки на суровини** (т.е. броят на дните на покупките, представен от запаса) и също така срока на пласмент на суровините, се измерва както следва:



* **Обращаемостта на запасите от стоки, която изразява срока на пласмент на стоките, закупени и после продадени** в същото състояние от фирмата е:



* **Обращаемостта на запасите от крайни продукти, която изразява срока на продажба** на готовите продукти, се изчислява по отношение на себестойността:



или по отношение на продажбената цена:



* **Обращаемостта на междинните продукти, която изразява срока на пласмент на междинните продукти**, полуго­товите изделия и междинните работи, т.е. продължи­телност­та на производствения цикъл има следните измеления:



 Обикновено резултатът, получен при изчисляване на последния коефициент, е вътрешно присъщ само за дадена фирма поради това, че себестойността на продукцията на тази фирма не е краен резултат. Във връзка с това изчисляването на пред­ходните коефи­циен­ти изисква спазване на две важни правила:

* да се сравняват еднородни данни, като се хармонизира сис­темата им на изчисляване - продажбена цена, себестойност, отчитане на всички данъци или без данъци;
* да се използват суми, получени от реализирането на реални парични потоци.

 Анализът на отделните коефициенти изисква да се вземат под внимание и следните обстоятелства:

* те могат да бъдат напълно нереални, ако дейността на фирмата е сезонна. В този случай изчислените срокове ще бъдат неточни (например една фирма, чиято дейност е ограничена само в рамките на един месец и бизнес кредитът е едномесечен, в края на този месец резултатът от изчисляване на коефициентите за бизнес кредита ще е равен на годишния);
* техният характер не позволява да се определи обра­щаемостта на различните съставки на статиите от акти­ва, свързани с производствения цикъл (например изчисляването на кредитите, отпуснати на клиентите (купувачите) включва: вземания от частни и държавни фирми, вземания от физически лица, вземания от държавата и т.н.).

 Следователно анализът трябва да постави въпроса за степента на точност на икономическата информация, която той може да даде на отдела за диагностика. Ако тя е повърхностна, при изчисляване на коефициентите за обръщаемост на елемен­тите от актива трябва да се има в предвид следното:

* дейността да е изцяло сезонна,
* или, ако тя е сезонна, данните да съответстват на даден период от производствения цикъл на фирмата.

 **3. Потребност от оборотни активи**

 Постоянната потребност от оборотни активи може да бъде установена както чрез изчисляване на коефициентите за обращаемост на оборотния актив, така и на базата на баланса.

 Изчисляването на постоянната потребност от оборотни активи чрез коефициентите за обръщаемост на оборотния актив, изисква да се познават:

* сроковете на плащане и за съхраняване на запасите;
* структурата на разходите на фирмата. Ясно е, че кре­ди­тът-доставчици не може да има същата значимост за ед­на фирма, чиито покупки представляват 10% от оборота, и за една фирма, за която те са 80% от продажбите.

 За целта може да се разгледа една фирма, която се характеризира със следните икономически показатели:

* запасът от суровини е за 10 дни преди покупките;
* продължителността на производствения цикъл е 30 дни;
* готовите изделия са съхранени под формата на запаси, 10 дни преди да бъдат продадени;
* клиентите плащат на 60 дни;
* на доставчиците се плаща на 100 дни;
* ДДС е начисляван върху покупките и продажбите 20%;
* суровините представляват 40% от продажната цена;
* производствените разходи представляват 30% от продажната цена.

Сроковете, които съответстват на реално присъщите за фирмата, трябва да бъдат установени посредством коефициенти чрез съпоставяне на всеки разход (включен в продажбената цена на изделията) с оборота. Потребността от оборотни активи може да се определи по следния начин: запасите от суровини + запасите от продукти в производството + запасите от готови изделия + сумата на кредита-клиенти - сумата на заема-доставчици - ДДС (който трябва да се плати) + ДДС (който трябва да се възстанови). Изчисляването по този начин на потребността от оборотни активи изисква:

* проучване на реалната продължителност на производствения цикъл и на различните му етапи (обращаемост на всеки вид запас, тежест на всеки вид разход);
* познаване на коефициентите за обръщаемостта;
* познаване на реалните срокове на плащане (купувачи и доставчици).

 Накрая е необходимо да се уточнят причините за включ­ване относителните разлики от ДДС в изчисляването на потребността от оборотни активи. По принцип фактурираният ДДС върху една продажба е изискуем от момента на реализиране на сделката. Той трябва да бъде платен на държавата на дата, която зависи от срока между фактурирането и инкасирането. Това прехвърляне може да се извършва до 15-о число на месеца, следващ месеца, за който той е изчислен.

 В горепосочения пример фирмата, която фактурира през месеца, извлича полза от един среден срок за плащане на ДДС от 35 дни = 30/2 + 20. Ако фактурирането се извършва в началото на месеца, срокът би достигнал 50 дни = 30+20. В същото време платеният ДДС за дадена покупка или оказването на услуга за­виси от избора, направен от доставчика по отношение на осно­ванието за събиране на данъка (фактурирането или инкасирането).[[6]](#footnote-6) В пред­ходния пример се предположи, че фактурирането е генераторен факт за ДДС и че фирмата купува ежедневно необходимите им суровини. Средният срок следователно е 15+20+30 или 65 дни от датата на покупката.

 От друга страна, ролята, която ДДС изпълнява в определяне потребността от оборотни активи, е значителна. В действителност ДДС (до внасянето му в полза на бюджета) се разглежда като ресурс или фирмата е принудена да го изплати 35 дни след датата на фактурирането, докато нейните клиенти го плащат 60 дни след фактурирането.

 Така направените разсъждения са просто една заблуда. При изчисляване срока за плащане на клиентите, равен на 60 дни по отношение на оборота, включително всички данъци, се предполага, че данъкът е изплатен след фактурирането. Изчисляването на дължимия ДДС следователно представлява една проста корекция на неточността на тази хипотеза. По тази причина разсъжденията трябва да са в следната насока:

* бизнес кредитът в дни от оборота без данъци е 60 дни;
* изплащане от фирмата на дължимия ДДС върху про­даж­бите: 60-35=25 дни при процент (20%/25 дни) е 5 дни;
* срок на плащане в дни от оборота + данъците е 65 дни.

 Потребността от оборотни активи, изчислена по този на­чин, е нормативна постоянна потребност за дадена дейност.

Анализът на връзката между потребността от оборотни активи и растежа на фирмата изисква да се изчислява коефициента:



 Ако постоянната потребност от оборотни активи пред­ставля­ва 25% от оборота и той нараства от 100 на 140 милиона долара, потребността от оборотни активи нараства с 10 млн. долара за същото време (40х25 %). Обикновено разрастването на дейността на фирмата предизвиква нарастване на потребността от оборотни активи. При това положение растежът на фирмата е свързан с увеличаване потребността от оборотни (краткотрайни) активи. Тази промяна предизвиква една допълнителна потребност от ресурси, с която финансовото управление трябва да се съобразява при изготвяне на плана за бъдещото развитие на фирмата.

 **В същото време може да се подчертае, че потребността от оборотни активи не нараства със същия темп както оборота, тъй като някои от елементите на оборотния актив не нарастват пропорционално на равнището на дейността**. Практиката показва, че една политика на растеж, често предизвиква твърде бързо нарастване на потребността от оборотни активи, която е най-малко равна на нарастването на дейността на фирмата.

 Всъщност фирмата с висок растеж твърде често се сблъс­ква с обстоятелството, че потребността от оборотни активи нараства по-бързо от оборота по следните причини:

* предприемачът понякога забравя правилата на доброто управление на баланса и се занимава главно с търговската стратегия и търговската динамика на неговата фирма;
* предприемачът често се стреми да реализира бърз растеж, като по този начин непосредствено предизвиква смущения в баланса и структурна промяна на потребността от оборотни активи, която нараства много по-бързо от увеличаването на оборота.

 Следователно в рамките на една политика на развитие нарастването на потребността от оборотните активи представлява истинско използване на активите, най-често свързано с реализиране на инвестиционните програми. Затова то трябва да бъде анализирано и предвиждано с най-голяма точност. Разбира се, че фирмите с висока възвръщаемост и растеж на производството изпитват най-голяма необходимост от оборотни активи. Това означава, че успехът на експанзията на една фирма често се крие в спазването на следните две условия:

* осигуряване на ускореното разрастване на фирмата и на потребността от оборотни активи без да се изменя равнището на втората;
* определяне на концепция за фирмата с ограничена потребност от оборотни активи. Несъобразената потребност на оборотните активи с дейността на фирмата ще постави пред нея финансови проблеми, свързани с финансовата им независимост.

 Трябва обаче да се отбележи, че потребността от оборотни активи нараства в период на инфлация, поради номиналното покачване на цените, дори ако произведените и продаваните количества не нарастват. Това нарастване е свързано главно с нарастването на цените, което при непроменени срокове увели­чава производствените разходи и размера на бизнес кредита.

 Анализът на връзката между потребността от оборотни активи и растежа на фирмата може да се задълбочи, ако се разгледат два механизма на растеж на фирмата. В това отношение фирмата може:

* да се развива без да показва промени в равнището на своя производствен процес и на финансовия си цикъл (срокове за плащане към доставчиците и получаване на вземания от клиентите);
* да се разраства на базата на промяна на производствения процес (свързана например с диверсификация на продук­тите) и на промяна на уговорените срокове за разплащане с клиентите (например една нарастваща част от оборота е получена от износ и се реализира при твърде дълги срокове за разплащане).

 Характерно е, че в първия случай нарастването на оборота предизвиква пропорционално нарастване на постоянната потребност от оборотни активи. Ако например оборотът на фирмата от 100 млн. долара стане 140 млн. и ако потребността от оборотни активи се представлява в 72 дни продажби, тази потребност от 20 млн. става 28 млн., с което се отбелязва нарастване с 40 % - както при увеличението на оборота. Следователно фирмата ще трябва да финансира една допълнителна потребност в размер на 8 млн. долара, като се държи сметка за това, че оборотът ще нарасне с 40 млн.

 Във вторият случай нарастването на оборота може да предизвика по-бързо увеличение на постоянната потребност от оборотни активи. На базата на предходния пример може да се предположи, че средният срок за плащане на купувачите първоначално е 62 дни от оборота. Увеличаването на продажбите (+40 %) по принцип е свързано с развитието на износа и срокове за разплащане са по-големи, така че средният срок за разплащане с купувачите от 62 дни става 80 дни от оборота. Поради нарастването на продажбите постоянната потребност от оборотни активи се увеличава на 72+18 = 90 дни от оборота и достига 140х90/360=35 млн. долара, т.е. нарастване със 75% по отношение на първоначалния й обем (20 млн.).

 Следователно фирмата ще трябва да финансира една допълнителна потребност от 15 млн. долара, което ще промени разпределението на финансовите им ресурси и ще се сблъска с проблема за финансирането, който е много по-важен, отколкото в първия случай.

1. **Финансиране на потребността от оборотни активи**

 Когато придобие постоянен характер, потребността от оборотни активи трябва да бъде финансирана с финансови капитали, като преобладаваща част от финансирането на текущата дейност трябва да става със собствени капитали. Вярно е, че собствените капитали на фирмата при голяма потребност от оборотни активи трябва да са твърде големи. По-голямата част от фирмите обаче ще бъдат в доста затруднено положение по отношение на паричните средства (високоликвидните активи), ако трябва да финансират тези потребности само с чисти оборотни капитали. Добри резултати всъщност може да даде използването на класическия механизъм на револвинг кредита. Използването на този кредит е свързано с необходимостта от непрекъснатото възобновяване на отделните елементи на оборотния актив.

 На този фон състоянието на паричната наличност на една фирма може да бъде анализирано на базата на три критерия, които поставят акцента върху проучване на тенденциите в развитието на:

* **оборотния актив и на потребността**;
* **оборотния актив по отношение на салдото заем-доставчици**;
* **получените, но още неизползвани парични средства** (потвърден, но неизползван акредитив и др.).

Обикновено пълната и постоянна употреба на краткосрочни револвинг кредитни линии често представлява реална опасност поради:

* утежняването на високоликвидните активи и текущите пасиви (капитали) с най-малък срок;
* нарастването на финансовите разходи;
* увеличаването на задълженията на фирмата.

 В действителност потребността от оборотни активи не представлява само проблем на финансирането. Тя зависи и от един твърде значителен индустриален риск. Финансирането с паричните капитали (краткосроч­ни­те дългове), ако решава непосредствените проблеми с паричната наличност, прави фирмата твърде уязвима при всяко изменение на производствената и финансова среда. Това налага необходимостта от стратегически ана­лиз на развитието на фирмата, необходим за определянето на насоките на политиката на финансиране.

 “Икономиката с големи дългове, в която живеят повечето фирми, финансира тази постоянна потребност от оборотни активи чрез постоянни краткосрочни кредити.”[[7]](#footnote-7) Очевидно е, че се касае за една форма на финансиране като всички други, която представя всички предимства и недостатъци на текущото финансиране.

 В случая финансовият анализ на потребността от оборотни капитали има за цел да направи диагностика на реалните пот­ребности на фирмата, като се държи сметка за нейната стратегия и на поетия от нея риск. Освен това **финансовият анализ позволява да се установи истинската природа на потребността в глобален анализ на финансовата структура и да се разбере, че един краткосрочен кредит, използван за финансиране на постоянна потребност от оборотни активи не може да бъде изплатен през производствения цикъл, освен ако не бъде започнато производство по ликвидация**.

 Фирмите с **отрицателна потребност от оборотни активи** се характеризират с това, че техният производствен цикъл поглъ­ща ресурси, които предшестват употребите, поради действието на финансовите отклонения. От това следва, че те събират прихода от продажбите им преди да са покрили всичките си производствени разходи (именно към доставчиците на суровини или на стоки). Естествено, тези фирми са малко на брой и обикновено се намират в някоя от следните области:

* фирми, които ползват аванси при текущите поръчки (фирми за телекомуникационни системи или електроника, които работят по държавни поръчки, някои фирми от сектора гражданско строителство);
* дружества за продажба по каталог, когато плащането на купувача е получено с поръчката;
* някои издателски дружества, чийто оборот в по-голямата си част е осигурен от абонаменти;
* дружества, чиито доставчици са в затруднено положение, при което сроковете, договорени с купувачите, са доста големи.



 Всъщност потребността от оборотни активи на една фирма може да бъде отрицателна тогава, когато:

* заемът-доставчици е много по-голям от темпа на обращаемост на запасите, докато плащането от купувачите се извършва много бързо, понякога в брой;
* купувачите плащат предварително. Такъв е случаят с дружества, които сключват сделки за военна доставка, които зависят от колективна доставка, от продажби по абонамент и т.н. Въпреки това подобни фирми понякога са принудени по необходимост да блокират своите излишъци от пари, когато услугата не е била „потребена от купувача”. Потребността от оборотни капитали с отрицателна величина в този случай се представя като средство за отпускане на значителни финансови ресурси (банкови пласменти), а не като средство за свободно финансиране на фирмата. Естествено, тя е нула в повечето случаи, тъй като тези фирми деблокират капиталите след тяхната употреба.

 Фирмите с отрицателна потребност от оборотни активи поставят следния въпрос пред финансовия анализ - могат ли те да запазят отрицателен оборотен актив дотогава, докато състоянието на паричната им наличност остава твърдо положително. Отговорът на този въпрос ще позволи да се разкрие важността, която се предава на неговото решаване в банковия сектор. При желанието на фирмата за ползване на кредит се наблюдава следната ситуация: ако се приеме, че оборотният актив на дадено дружество е негативен, банката ще посъветва своя клиент да увеличи актива. Ако фирмата не вижда смисъл от подобна операция, която би довела до безполезно нарастване на вече значителните му наличности, банката може да поиска от нея да намали обращаемостта на запасите си (т.е. да влоши качеството на своето управление), за да има потребност от оборотни активи на равнището на експлоатация. С това тя открито ще заяви, че предпочита истинско равновесие на инвестициите и капиталите на фирмата с цената на утежняване на баланса. На тази основа пред фирменото управление може да възникне следния въпрос: ако фирмата е с отрицателна потребност от оборотни активи, може ли да има отрицателен оборотен актив. Ако възникне подобна ситуация се налагат две заключения:

* На първо място, **при нормална производствена дейност, разликата между оборотния актив и потребността от оборотни активи е много по-голяма, отколкото абсолютната стойност на всяко от двете понятия**. Ако всъщност дружества А и В имат следните характеристики (вж. табл. 13.1) може да се види, че А, чийто положителен оборотен актив е недостатъчен по отношение на голямата потребност от оборотни активи, е много по-уязвимо от В, чиято потребност от оборотни активи е силно отрицателна, и че В поддържа оборотен актив, близък до нула.

Таблица 13.1

|  |  |
| --- | --- |
| **А** | **В** |
| Оборотен актив  100 | Оборотен актив  -25 |
| Потребност от оборотен актив 1000  | Потребност от оборотен актив -130 |

* На второ място, една **фирма, чиято потребност от оборотни активи е отрицателна, в случай на криза реагира по-бързо от фирма с положителна потребност от оборотни активи,** като инертните фактори имат по-слабо действие. Два са рисковете, които могат да характеризират нейното развитие:
* от една страна, неочакваната промяна на условията за плащане, поставени от доставчиците. Освен това подобен риск изглежда нереален, тъй като дружествата с отрицателна потребност от оборотни активи обикновено имат стремеж, поради динамичния си растеж, да подобряват своите позиции спрямо техните доставчици;
* от друга страна, ограничаването на активността, което може да предизвика сериозни последици върху финансовата структура.

 Всъщност наличието на негативна потребност от оборотни активи може да доведе до грешки в управлението. Освен това не трябва да се забравя, че става дума за една реалност. Твърде малката или отрицателна потребност от оборотни активи е благоприятен фактор за развитието на политиката на растеж, финансирана без използването на външни капитали.

 ***В/ Допълнителна литература***

1. Ненков, В. и А. Ангелов, Финансов анализ на фирмата, Абагар, В. Търново, 2007.
2. В. Адамов, Финанси на фирмата, Абагар, В. Търново, 2012.

 ***Г/ Ключови термини***

1. Оборотен актив
2. Ликвидни активи
3. Краткосрочни задължения
4. Потребност от оборотни активи
5. Сума на бизнес кредита
6. Среден дневен оборот
7. Нетен размер на приходите
8. Сума на заема – доставчици
9. Годишни покупки
10. Средна наличност на запаса
11. Текущи запаси
12. Междинни продукти
13. Продажна цена
14. Себестойност на продукцията
15. Текущи пасиви
16. Финансови разходи
17. Револвинг кредитни линии
18. Негативна потребност от краткосрочни активи
19. Чисти оборотни капитали
20. Финансова структура

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XIV** | **КАПИТАЛОВА СТРУКТУРА И ВЪЗВРЪЩАЕМОСТ НА КАПИТАЛА НА ФИРМАТА** |

***А/ Въведение в учебната тема***

Учебната тема „Капиталова структура и възвръщаемост на капитала на фирмата” разглежда актуалните източници на дългосрочното финансиране и разкрива връзката между тях и възвращаемостта на капитала на фирмата.

След усвояване на темата Вие ще можете да:

* определяте капиталовата структура на фирмата;
* изчислявате коефициентите за възвръщаемост;
* изчислявате финансовия лост.

Структурата на темата е оформена в следните точки:

1. Обща характеристика на капиталовата структура на фирмата
2. Коефициенти за възвръщаемост на капитала
3. Инвестиционна политика и възвръщаемост на капитала на фирмата
4. Въздействие на финансовия лост върху обема на инвестициите

***Б/ Съдържание на учебната тема***

**1. Обща характеристика на капиталовата структура на фирмата**

Капиталовата структура на фирмата включва нейните дългосрочни капитали. Дългосрочните /постоянните/ капитали на фирмата са равни на сумата от собствения капитал, средносрочни дългове и дългосрочните дългове:

ДК = СК + СД + ДД

Посочените източници на дългосрочния /постоянния/ капитал се представят от обикновените и привилегировани акции, облигациите и другите дългове инструменти. Най-често капиталовата структура се определя като се съпоставят средносрочните и дългосрочни капитали и величината на целия дългосрочен капитал, т.е.:

Капиталова структура = (СД + ДД)/(СК + СД + ДД) = Облигации/Обикновени акции + Облигации

В зависимост от размера на дълга се предопределя и възвръщаемостта на капитала. Възвръщаемостта (нормата на възвръщаемостта) е относителна величина, която най-често се изчислява като се съпостави полученият резултат от направените инвестиции с вложените капитали.



 Коефициентите за възвръщаемостта (рентабилността) са количествени характеристики за ефективността на собствения капитал, чуждия капитал и активите на фирмата. В практиката те се изчисляват:







В зависимост от получения резултат в края на отчетния период от дейността на фирмата, коефициентите за възвръщаемост могат да бъдат положителни или отрицателни величини. Когато са положителни величини, те показват степента на възвръщаемост на капитала, авансиран в инвестиции или дълготрайни активи, а когато са отрицателни величини те показват декапитализацията на фирмата.

Всъщност анализът на възвръщаемостта има за цел да отчете влиянието на редица фактори, по-важните от които са:

* **данъчната система**

 Всяка фирма се стреми да извлече полза от благоприятния данъчен режим - полза, която ще й даде възможност да осъществи по-ниско плащане от това на друга фирма. Данъчното облагане при всички случаи засяга доходите и богатството на фирмата. Това поражда потребност в анализа да се включи и данъчната променлива. Обикновено данъкът върху печалбата мо­же да бъде разглеждан като удръжка (като тази на акционера), която се връща на държавата без тя да е инвестирала във фирмата. Финансовата възвръщаемост тогава ще се анализира от две позиции - с данък в чистия резултат и без данък.

,

където съотношението Резултат преди данъка/Собствени капитали изразява възвръщаемостта на собствените капитали преди данъка, наречена брутен процент, а съотношението Чист резултат/Резултат преди данъка изразява влиянието на данъчната система върху резултата преди данъка.

 Ако на всяко ниво на възвръщаемост се включи един теоретичен данък или икономия от теоретичния данък, финансовите разходи ще бъдат равни на реално платения данък върху печалбата. Така финансовите разходи ще бъдат съобразени чистото изчисляване на икономиите от данъка, които те налагат т.е. умножени по 1-l, където l е % на данък върху печалбата.

* **влиянието на имуществените трансфери върху възвръщаемостта**

 Класическият финансов анализ изследва чистата възвръщаемост, т.е. елиминира активите, които не се възпроизвеждат всяка година. Резултатът от сделки с тези активи се нарича извънреден. Той може да се състои от чисти елементи, за които трябва да се смята, че са част от нормалната възвръщаемост. Наблюдава се в някои сектори, които провеждат истинска имуществена политика - управление на недвижими имоти, фирми за наемане на автомобили, лизингови компании, някои портфейлни дружества и др. Следователно необходимо е да се анализира и извънредният резултат, за да се добави евентуално част от него към текущия резултат, който е главната цел на финансовия анализ.

* **влиянието на финансирането върху възвръщаемостта**

 Ако акционерите инвестират в промишлено оборудване, което носи 15 % възвръщаемост (след данъка) и което се финансира изцяло със собствени капитали, те ще спечелят 15 %. Ако инвестират в промишлено оборудване с възвръщаемост 10 %, (и последното е финансирано изцяло със собствени капитали) ще спечелят 10 %. Възможната печалба обаче би била по-голяма, ако промишленото оборудване е финансирано отчасти и със заеми. Във връзка с това може да се предположи, че промишленото оборудване струва 100 лв., че е финансирано 50 % със заем при лихва 5 %. Тогава финансова възвръщаемост ще се получи като:

ФR = RПО - ФР,

където:

RПО е възвръщаемостта на промишленото оборудване;

ФР - финансовите разходи;

ФR - резултатът за акционерите, т.е. финансовата възвръ­щае­мост.

 По този начин една и съща финансова възвръщаемост (15 %) може да се получи при промишлено оборудване, носещо 15 % без използване­то на заеми или при промишлено оборудване, носещо 10 % при използван заем с лихва 5 % за половината от инвестираната сума. Следователно възвръщаемостта на фирмата зависи също от нейната капиталова структура (Дългове/Собствени капитали като дялове от всички ресурси на фирмата). Така изборът на капиталова структура влияе върху разделянето на печалбата за покриване на финансовите разходи и дивиденти (печалба за разпределение между акционерите). На тази основа финансовата възвръщаемост може да се представи по следния начин:



 (А) (Б) (В)

Тази формула е интересна, защото обяснява възвръщаемостта на собствените капитали като се изхожда от възвръщаемостта на всички инвестирани капитали, т.е. - икономическата (производствената) възвръщаемост (Б). В същото време тя разкрива:

* относителния дял на печалбата за акционерите в резултата от производството (А). Това съотношение не омаловажава предходното, поради дела на производствения резултат за кредиторите;
* обратната страна на приноса за финансирането на фирмата с капитали, внесени от акционерите (В). Това съотношение има мултиплициращ ефект върху икономическата рентабилност, което се обяснява с оптималното съчетаване на собствените и заетите капитали от фирмата.

 При това положение, ако влиянията, дължащи се на заема в посока (А) и (В) се уравновесяват, текущата възвръщаемост от собствените капитали е равна на производствената (икономичес­ката) възвръщаемост. Ако някои фирми имат големи финансови разходи, това означава, че те имат много дългове. При тези условия е нормално по-голямата част от печалбата да се дава на кредиторите, които осигуряват по-голямата част от финансирането на фирмата.

**2. Коефициенти за възвръщаемост на капитала**

Коефициентите за възвръщаемостта позволяват да се обясни финансовата възвръщаемост като се изхожда от експлоатацията на промишленото и търговско оборудване. Характерно е, че методиката за определяне на възвръщаемостта, доста нашумяла през 60-те години на ХХ в., беше завършена в твърде приемлива форма от компанията Дюпон от Немур, която я систематизира така:[[8]](#footnote-8)



или *финансовата възвръщаемост* = икономическата възвръщаемост х финансовата структура х дял на икономически резултат за акционерите х влиянието на имуществените операции х (1 - ефективния процент на данък върху печалбата).

 Икономическата възвръщаемост може по-нататък да се представи чрез т. нар. процент на резерв и процент на ротация.



 Първото съотношение се анализира с помощта на сметката на приходите и разходите (резултата), второто съотношение - с обращаемостта на икономическия актив, функцията на интензивност на отрасъла и значимостта на потребността от оборотни капитали. В нашата теория и практика най-често използваните коефициенти за възвръщаемостта на фирмата са:[[9]](#footnote-9)

 1. Коефициент за брутната възвръщаемост



1. Коефициент за възвръщаемостта на собствените капитали



1. Коефициент за възвръщаемостта на отделното звено, подразделение



 Представените по този начин коефициенти за възвръщаемостта са производни на коефициентите за рентабилност, посочени в Националните счетоводни стандарти, но те дават по-пълна представа за ефективността на целия авансиран капитал във фирмата.

**3. Инвестиционна политика и възвръщаемост на капитала на фирмата**

Инвестиционната политика на фирмата се предопределя от значимостта на инвестиционните програми, приети за даден период. За целта е необходимо да се разгледат следните въпроси:

* способността за финансиране със собствени капитали и инвестиции;
* оборотът и инвестициите;
* чистото богатство в началото на отчетния период и инвестиции.

**3.1. Анализ на способността за финансиране със собствени капитали и инвестиции**

 Връзката между способността за финансиране със собствени капитали и инвестициите е следната - новите инвестиции всъщност се прибавят към старите инвестиции и заедно са източник на способност за финансиране за отчетния период. Сравнението способност за финансиране и инвестиции, обаче трябва да се направи по отношение на доходността и на динамичното равновесие на инвестицията и капиталите. В този аспект инвестициите представляват интерес като източник на доходност (възвръщаемост) и следователно на способност за финансиране със собствени капитали.

 Всъщност рано или късно всяка инвестиционна стратегия трябва да се изрази чрез нарастване на способността за финансиране. Когато не е така, това се дължи на обстоятелството, че осъ­ществените инвестиции не са достатъчно доходни. Фирмата ще се сблъска с проблеми, ако няма възможност за финансиране със собствени капитали.

 Това, което буди безпокойство по отношение на инвестирането, е поведението на някои предприемачи, които от съображения за могъщество, ще инвестират прекалено без да се съобразяват с увеличението на способността за финансиране, поне в същото съотношение. На тази основа не е желателно систематичното ограничаване на сумата на инвестициите от сумата на собствените капитали на фирмата. Напротив, желателно е да се разкрие добрата политика на финансиране със собствени капитали, която прави възможно систематичното нарастване на способността за финансиране и на инвестициите. Това е политика, която се изразява с една спирала на растежа, необходима за финансовото равновесие на фирмата. Впрочем тази ситуация може да се илюстрира чрез следните графики:

На фиг. 14.1 е представена фирма с растеж, преди да инвестира постоянно и значително в проекти, които се характеризират с процент на нарастване, успореден на способността за финансиране със собствени капитали.



Фиг. 14.1



Фиг. 14.2

 При фиг. 14.2 след период на слаби инвестиции, фирмата реализира значителен проект, който надвишава нейните финансови възможности.

 В ситуацията на фиг. 14.3  фирмата прави голямо вложение, което е с голяма норма на възвръщаемост.



Фиг. 14.3

**Растеж**

Период

Инвестиции

Способност за финансиране със собствени капитали

Фиг. 14.4

Възможно е обаче (фиг. 14.4) фирмата да остави своето производствено оборудване да остарее и нормата на възвръщаемостта му да намалява.

 Характерно е, че на фиг. 14.4 инвестициите са много по-ниски от способността за финансиране със собствени капитали. Затова фирмите трябва да бъдат оценявани по отношение на амортизациите, за да се даде отговор на следните въпроси:

* разчита ли фирмата на някакъв допълнителен източник за финансиране;
* дълготрайните активи на фирмата дали са морално и физически изхабени;
* реализираните инвестиции дали са съобразени с технологичното обновяване на отрасъла.

 Рискът от подобна ситуация е фирмата да разчита на съществуващите дълготрайни активи без да ги обновява. Това ще намали нейната норма на възвръщаемост, а следователно и способността й за финансиране точно в момента, когато тя ще има най-голяма потребност от нея, за да финансира необходимите инвестиции за наваксване на забавянето. Следователно приближаването на размера на инвестициите до нивото на способността за финансиране със собствени капитали и до процентите на нарастване нормата на възвръщаемост има решаващо значение за икономическия растеж на фирмата.

 **3.2. Чисто богатство и инвестиции**

 Анализът на инвестициите и чистото богатство от началото на периода спомага за получаване на информация за финансовото състояние на фирмата. Всяко сравняване на инвестициите с дълготрайните активи в началото на периода позволява да се оцени значението на инвестиционната програма по отношение на съществуващите дълготрайни активи. Ако например фирмата е инвестирала сума, равна на 50 % от чистите стойности на своите активи, тя е създала оборудване, равно на половината от това, което притежава в началото на периода. Подобна политика обаче крие различни рискове:

* риск от свръхспособност;
* риск от липса на въздействие на производствените разходи;
* риск от обрат в конюнктурата и т.н.

 Като цяло е необходимо да се разкрие целесъобразността на направените инвестиции. В действителност, ако сумата им е значителна, фирмата започва процес на истинско творчество, а не просто на растеж. Брутната способност за финансиране със собствени капитали, която очаква да реализира, зависи главно от възвръщаемостта на новите инвестиции.

**4. Въздействие на финансовия лост върху обема на инвестициите**

Използваните капитали в тяхната цялост се явяват в двете форми - на собствени и привлечени капитали. Тези капитали са инвестирани в активи, които трябва да реализират резултат (печалба), както показва фиг. 14.5.

Съвкупността от капиталите, получена от кредиторите и внесена от акционерите, се използва за финансиране на съвкупността от инвестиции, което може да се нарече икономически актив. Тези инвестиции реализират резултат, който се разпределя на резултат, покриващ финансовите разходи (възнаграждение на кредиторите) и резултат преди данъка, който се дава на акционерите. Направените дотук изследвания вече показват как двете различни възвръщаемости - финансова възвръщаемост и икономическа възвръщаемост - са свързани с верига от съотношения. Всъщност, когато се сравняват финансовата възвръщаемост и икономическата възвръщаемост (след данъка), се забелязва, че те се различават само по влиянието на финансовата структура, като не се вземат предвид извънредните елементи с имуществен характер. По дефиниция разликата между финансовата възвръщаемост и икономическата възвръщаемост се нарича ефект на лоста.[[10]](#footnote-10) Ефектът на лоста обяснява как е възможно да се реализира финансова възвръщаемост, която е по-голяма от възвръщаемостта на всички инвестирани капитали, т.е. от икономическата възвръщаемост. Той намира израз в това да се печелят повече пари от тези, които се получават от действителното функциониране на промишленото и търговско оборудване. Трябва да се има предвид, че ефектът на лоста може да действа и в двете посоки. Той може да повишава финансовата рентабилност по отношение на икономическата рентабилност, а в някои случаи може и да я намалява. По традиция ефектът на лоста се изчислява по-често като процент на възвръщаемост след данъка, което не е изненада като се знае, че в значителна степен животът на фирмата е финансов. За целта задлъжнялостта може да се включи под формата на процент от цената на заема. По този начин ще се измери нейното влияние върху ефекта на лоста, а оттам и върху възвръщаемостта на собствените капитали.

**Заемни капитали**

**(дълг)**

Собствени капитали

**Икономически**

**актив**

**Икономически**

**резултат**

Печалба преди данъка

**Финансови разходи**

**1**

**2**

**3**

**Финансиране**

**Разпределение**

**на**

**богатството**

Фиг. 14.5

 Всъщност действието на ефекта на лоста е следното: Когато една фирма взема заем и инвестира тези капитали в своята промишлена и търговска активност, тя получава за тази сума определен икономически резултат, който обикновено е по-висок от финансовите разноски по дълга - в противен случай задлъжняването е неизгодно. Следователно фирмата реализира една свръхстойност (излишък), която е разлика между икономическата възвръщаемост и цената на заема върху заетата сума. Този излишък се разпределя между акционерите и увеличава чистата печалба, т.е. финансовата възвръщаемост на собствените капи­тали. Оттук произлиза и името на ефекта на лоста - ефектът на лоста на задлъжнялостта увеличава финансовата възвръщаемост. Така например, ако една фирма има икономически актив 100 лв., който носи 10% (процент след данъка), изцяло финансиран със соб­ствени капитали, икономическата и финансовата възвръщаемост са равни на 10%. В същото време, ако се приеме, че фирмата финансира своя икономически актив - една част със 30 % привлечени капитали при лихва 6%, а другата част със собствени капитали, финансовата възвръщаемост става:

Икономически резултат

- финансови разходи

= чист резултат

 Финансовата възвръщаемост = 11,7 %, докато икономическата рентабилност е 10%. Тук заетите 30% реализират печалба 3 %, който след плащането на финансовите разходи (1,8), се разпределя между акционерите. Реализираният по този начин излишък (1,2) се прибавя към икономическия резултат, който се получава от инвестициите, финансирани със собствени капитали (70 х 10% = 7), за да се формира чистият резултат 7+1,2 = 8,2. По този начин ефектът на лоста на задлъжнялостта увеличава чистия резултат с 1,2 и финансовата възвръщаемост с 1,7%, което съответства на съотношението на излишъка (1,2) към собствените капитали /1,2/70 = 1,7%. Следователно вземането на заем позволява да се увеличи финансовата възвръщаемост на фирмата - обстоятелство, което съответства на финансовата логика. На практика обаче дългът увеличава риска за фирмата и е нормално възвръщаемостта на капиталите, внесени от акционерите, да нараства, за да компенсира увеличението на риска. Важно е тук да се припомни, че дългът увеличава риска на фирмата, защото увеличава фиксираните разходи, т.е. равнището на равновесната точка и чувствителността на резултата към всяка промяна на активността. Прибягването до ползване на заеми увеличава риска за всяка фирма.

 За да нараства финансовата възвръщаемост, когато фирмата увеличава дълга си, икономическата възвръщаемост трябва да е по-висока от цената на дълга. В противен случай фирмата взема заем при лихва, която е по-висока от нормата на възвръщаемост, който тя може да получи от инвестирането в икономическия актив на заемните капитали. От това ще се получи дефицит, който ще намалява икономическата възвръщаемост на собствените капитали. Резултата намалява, а финансовата възвръщаемост става по-ниска от икономическата възвръщаемост. Във връзка с това на базата на вече използвания пример се предположи, че икономическата възвръщаемост спада на 5% - тогава финансовият резултат става:

Икономически резултат

- финансови разходи

= чист резултат

 При финансова възвръщаемост 4,6%, привлечените капитали (30%) реализират икономически резултат 1,5, който след плащане на 1,8 финансови разходи реализира 0,3 дефицит от заемните капитали. Този дефицит се приспада от чистия резултат. Той ще бъде вече само: 70х5% - 0,3 = 3,2. Следователно икономическата възвръщаемост 5 % е намалена с 0,3/70 = 0,4%, за да се получи финансова възвръщаемост 4,6%. Тогава, когато икономическата възвръщаемост стане по-ниска от стойността на заема, ефектът на лоста на задлъжнялостта се обръща и намалява финансовата възвръщаемост, която става по-ниска от икономическата възвръщаемост. Финансовите разходи обаче в действителност са фиксирани разходи, дори когато заемите са отпуснати при променлив лихвен процент, тъй като те не зависят от промените на дейността на фирмата. Това означава, че чистият резултат е равен на икономическата възвръщаемост на собствените капитали, умножена по собствените капитали плюс излишъка (или дефицита) от получения резултат от заемните капитали, изразена като разлика между процента на икономическата възвръщаемост и цената на дълга. Следователно може да се каже, че:

* **Чистият резултат е равен на % на икономическата възвръщаемост х собствените капитали + (% на икономическата възвръщаемост - цената на дълга в %) х дълга**. Или, като се раздели всичко на сумата на собствените капитали, се стига до извода, че:
* **Чистият резултат (собствените капитали са равни на % на икономическата възвръщаемост + (% на икономическата възвръщаемост - цената на дълга в %) х Дълг/Собствени капитали**.
* **Финансовата възвръщаемост е равна на икономическата възвръщаемост + (икономическата възвръщаемост - цената на дълга в %) Дълг/Собствени капитали**. В случая съотношението Дълг/Собствени капитали се нарича финансов лост,[[11]](#footnote-11) а (икономическа възвръщаемост - цената на дълга в %) Дълг/Собствени капитали съответства на ефекта на лоста на задлъжнялостта, откъдето:



Математически това може да се представи:

, където:

rc е финансовата възвръщаемост;

re - икономическата възвръщаемост;

i - цената на заема;

D - сумата на заема (дълга);

C - сумата на собствените капитали.

 С помощта на данните от използвания пример нещата изглеждат така:

rc = 10%+/10%-6%х30:70/ = 10%+4% х 0,43 = 10%+1,7% = 11,7%

проверка: rc = Чист резултат /Собствени капитали = 8,2/70

При това положение ефектът на лоста е толкова по-голям:

* колкото икономическата възвръщаемост на фирмата е по-добра по отношение на цената на дълга (например, ако икономическата възвръщаемост стане 16 % в нашия пример, финансовата възвръщаемост става: 10%+4,3% = 14,3%);
* колкото повече дългове има фирмата.

 Разбира се, ефектът на лоста действа негативно върху развитието на фирмата тогава, когато:

* икономическата възвръщаемост стане по-ниска от цената на дълга;
* цената на дълга е била предвидена неточно или се увеличи неочаквано при индексиране.

Когато фирмата е на загуба, цената на заема силно нараства, тъй като тя не може да се възползва от ефекта на лоста, който е отрицателен и намалява още повече финансовата възвръщаемост. Както е известно ефектът на лоста се позовава на счетоводни повторения и се прилага при всички ситуации, дори когато фирмата има отрицателен дълг, т.е. когато вложенията са по-големи от неговите дългове. В този случай възвръщаемостта на собствените капитали е просто средната цена, уравновесена от значението на собствените капитали и дълга за икономическата възвръщаемост и възвръщаемостта на финансовите вложения:



 От направеното изложение за възвръщаемостта на фирмата могат да се направят следните заключения:

* **За да може една фирма да просъществува в условията на пазарна икономика, тя трябва да реализира положителен финансов резултат от своята дейност**.
* **Коефициентите за възвръщаемостта се явяват характеристики за ефективността на вложените капитали, а оттам и на цялата производствена или търговска дейност на фирмата**.

***В/ Допълнителна литература***

1. Ненков, В и А. Ангелов, Финансов анализ на фирмата, Абагар, В.Търново, 2007
2. И. Георгиев, Основи на инвестирането, София, 1999

***Г/ Ключови термини***

1. Капиталова структура
2. Собствен капитал
3. Средносрочни дългове
4. Дългосрочни дългове
5. Обикновени и привилегировани акции
6. Облигации
7. Дългосрочно финансиране
8. Възвръщаемост на капитала
9. Инвестиционна политика
10. Обем на инвестициите
11. Финансов резултат
12. Финансов лост
13. Дългови инструменти
14. Коефициент за рентабилност на собствения капитал
15. Коефициент за рентабилност на привлечения капитал
16. Коефициент за рентабилност на актива
17. Коефициент за брутна възвръщаемост
18. Коефициент за възвръщаемост на собствения капитал
19. Печалба преди данъка
20. Цена на дълга

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XV** | **ФИНАНСОВА СТРУКТУРА НА ФИРМАТА** |

 ***А/ Въведение в учебната тема***

Учебната тема „Финансова структура на фирмата” разглежда мястото и ролята на краткосрочните и дългосрочни капитали в пасива на баланса на фирмата. финансовата структура е индикатор за финансовото състояние на фирмата.

След усвояване на темата Вие ще можете да:

* определите финансовата структура на фирмата;
* установявате пазарната стойност на фирмата;
* изчислявате коефициентите за ликвидност.

Структурата на темата е оформена в следните точки:

* 1. Обща характеристика на финансовата структура
	2. Финансова структура и задлъжнялост на фирмата
	3. Дългосрочните капитали като елемент на финансовата структура на фирмата
	4. Ликвидност на фирмата

***Б/ Съдържание на темата***

1. **Обща характеристика на финансовата структура**

Финансовата структура предопределя политиката на финансирането на фирмата. Тя се оценява в зависимост от различни параметри, но е силно свързана с понятието риск. Във връзка с това финансовата структура трябва да позволява на финансиста да оценява способността на фирмата да се справя със спад на производството или с криза от друг род (стачка, силно увеличение на цената на важен производствен фактор и др.).

 Характерно е, че инструментите, използвани за анализиране на финансовата структура, дълго време се свързват с метода на коефициентите и представляват ключ на финансовата теория на фирмата. Мястото, което им се определя днес изглежда много по-ограничено. В действителност те могат да търпят критика дотолкова, доколкото отразяват счетоводни състояния, без да вземат под внимание истинския риск за фирмата и само насочват вниманието към качеството на финансирането без да оценяват икономическата жизнеспособност на фирмата.

 Понятието финансова структура на фирмата обаче е труд­но да бъде обхванато. Установено е, че термините добра финан­сова структура или оптимална финансова структура са се променили с течение на времето, както следва:[[12]](#footnote-12)

* През 50-те години на ХХ в. оптималната финансова структура се характеризира с малка задлъжнялост. Тогава акцентът се поставя върху промишлената и финансова самостоятелност на фирмата, в условията на стабилна икономика;
* През 70-те години оптималната финансова структура се характеризира с равнище на задлъжнялостта, оценявано като нормално, т.е. при всякакви обстоятелства да не е по-голямо от собствените капитали. Тогава акцентът се поставя върху финан­со­вия лост на задлъжнялостта в условията на силен икономи­чески растеж;
* От началото на 90-те години оптималната финансова структура изразява постигането на ново равновесно със­тояние на структурата на една фирма, характеризиращо се с прогресивно намаля­ване на задлъжнялостта, подобряване на рентабилността и увеличаване на самофинан­сира­нето.

 В същото време е необходимо да се отбележи, че:

* **Всяка рентабилна фирма, която е жизненоспособна поради качествата на своите изделия, може никога да не изпита значителни затруднения** с паричните запаси за сметка на използването на големи заеми;
* **Всяка нерентабилна фирма, която е нежизненоспособна за определено време поради моралното остаряване на произведената продукция, ще срещне сериозни проблеми, независимо от качеството на финансовата структура** (някои фирми могат да бъдат упрекнати за това, че не са съумели да задлъжнеят съзнателно, като по този начин се отказват от ефекта на лоста).

 Обикновено всяко финансово изследване на фирмата прави разлика между финансова и капиталова структура. По принцип финансовата структура обхваща всички капитали на фирмата, намиращи се в пасива на баланса (т.е. постоянните капи­тали и краткосрочните дългове), докато капиталовата структура обхваща собствените капитали и средносрочните и дългосрочни дългове.[[13]](#footnote-13) При всички случаи обаче нещата опират до потребността от анализ на платежоспособността и задлъжнялостта.

1. **Финансова структура и задлъжнялост на фирмата**

В условията на задлъжнялост, анализът, който се прави на финансовата структура, е силно повлиян от гледната точка на кредитора. Той на практика поема рисковете от невъзвръщаемостта на отпуснатите заеми. Всъщност тук интерес предиз­викват следните три класически риска:

* **Рискът от загуба на капитал**, т.е. длъжникът не може повече да плаща своя дълг и кредиторът губи заетия капитал;
* **Рискът от загуба от лихва**, т.е. длъжникът не може да плаща лихвите по заема;
* **Рискът от обездвижване на капитала**, т.е. длъжникът плаща лихвите и своя дълг, но по-късно от предвидения срок. Тогава кредиторът трябва да рефинансира за определен период фирмата. В действителност, като отпуска заем, кредиторът е склю­чил договор, пораждащ задължения със същия срок, които трябва да възнагради и да изплати на заемодателите според предвидения срок, независимо дали длъжникът спазва или не падежа на своите задължения.

 **Рискът от загуба на капитал** очевидно е най-значителен за кредитора. За да го избегне, кредиторът първо трябва да оцени способността на фирмата да реализира достатъчно капитали от своята производствена дейност, за да изплати дълга си. На второ място той ще установи платежоспособността на фирмата, т.е. способността и да плаща своите задължения не при нормалната им производстве­на дейност, а и в случай на ликвидация. За да се предпази от тези рискове, кредиторът използва подход, който има две страни:

* искане на гаранции;
* внасяне на собствени капитали от акционерите, когато възвръ­щае­мостта на фирмата е недостатъчна, за да се осигури изплащането на заемите.

 Анализът на финансовата структура и на нейния риск се изменя, когато се преминава от икономика на задлъжнялост към икономика с пазар на капитали. Кредитите вече не са обсъждани нито предоставяни срещу гаранция. Кредити се отпускат на фирмата срещу емитирането на кредитни ценни книжа - облигации и ценни книжа, удостоверяващи собственост (акции). На тази основа акцентът се поставя върху понятието възвръщаемост.

**В условията на пазарна икономика рискът на задлъж­ня­лостта е риск на бъдещата възвръ­щае­мост**. Обикновено в една икономика с дългове ликвидният риск има преимущество пред риска на платежоспособността. В прехода към пазарна икономика понятието платежоспособност (респективно възвръщаемост) отново се налага над понятието ликвидност. Важно значение обаче има разграничението между рискови и заемни капитали. Във връзка с това може да се разгледа следния пример: Направени са инвестиции в размер 100 хил. лв., от които акционерите се надяват да получат възвръщаемост (икономическа) 15%. Създа­дено е дружество, за да ги реализира, но получената рентабилност е само 3%. В края на петата година като разбират, че инвес­тирането не е достатъчно рентабилно, акционерите преотстъпват на дружество авансирания капитал за 50 хил. лв. Тук може да се приложат два аспекта на анализа. Ако най-напред се предположи, че тази инвестиция е финансирана изцяло със собствени капитали, тогава може да се каже, че резултатът от една недостатъчна възвръщаемост е тази на обезценяването, т.е. акционерите са инвестирали 100 хил. лв., а могат да си възвърнат само 50 хил. лв. Във финансовата област санкцията за недостатъчна възвръщаемост е основно обезценяване за капитала на отделния акционер. В сметките на фирмата нищо не се променя в момента на прехвърлянето и активите в налични не са засегнати от тази операция.

 Естествено, може да се предположи, че дружеството е взело назаем 50 хил. лв. при 10% лихва след данъка, за да реализира тази инвестиция. По този начин може да се констатира, че фирмата губи всяка година 2%. В случая съществуват две възможности:

* Акционерите да се намесят, т.е. да внасят всяка година 2 % във фирмата. Кредиторите ще получат лихвите и анюитетните плащания по дълга, акционерите ще инвестират 60хил. лв. (50 хил. лв.+5х2) и не ще получат нищо. Това е значението на рисковите капитали;
* Акционерите не се намесват и фирмата трябва да взема всяка година 2% назаем допълнително, което увеличава загубите и намалява собствените и капитали и може да я доведе до фалит, ако кредиторите откажат да увеличат сумата на заема. Тя е изложена на риск от криза на ликвидност, при условие че намери капиталите, от които има потребност. При фалит кредиторите ще получат само част от отпуснатите суми.

 При това състояние на нещата е характерно, че една промишлена или търговска инвестиция в размер на 100 хил. лв., има­ща недостатъчна възвръщаемостта от 3% ще може да осигури възвръщаемост само за 50%. Тези пари ще бъдат разпределени между кредиторите и акционерите. Голямото разграничение се прави на равнище ликвидни активи на фирмата. В същото време, ако съществува частично финансиране със заеми, паричната наличност на фирмата намалява, както и собствените капитали. Обезценяването се понася от акционерите, а после и от кредито­рите. Дълговото финансиране, в случай на недостатъчна възвръщаемост, забавя растежа на фирмата, като към риска на платежоспособността се прибавя и рискът на неликвидността.

 Най-често използваните коефициенти за разкриване на задлъжнялостта на фирмата са следните:

* К1- коефициент на краткосрочна задлъжнялост към оборотния капитал



* К2 - коефициент на дълговете към собствения капитал



* К3 - коефициент на дълга към актива



1. **Дългосрочните капитали като елемент на финансовата структура на фирмата**

Фирмата е платежоспособна тогава, когато може да посрещне съвкупността от своите задължения като ликвидира всичките си активи. Под **платежоспособност на една нормално работеща фирма се разбира възможността да се посрещнат дългосрочните й задължения**, тъй като по дефиниция фирмата няма подобни задължения към своите акционери. Всъщност собствените капитали представляват един вид предпазен клапан, който ще позволи да се смекчи обезценяването на активите и извънредните загуби в случай на ликвидация.

 За да се измери платежоспособността на фирмата, трябва да се изследва ликвидационната стойност на активите. Интересно е обаче да се установи имат ли те независима стойност от производствената дейност на фирмата. В повечето случаи такава нямат. Освен това трябва да се види дали съществува вторичен пазар за тези активи. Обикновено подобен пазар съществува за автомобилния парк на една фирма, която дава автомобили под наем или за парк от компютри. Такъв вероятно не съществува например за техническите инсталации на една металолеярна. Важно е обаче да се определи възможността за продажба на активите на фирмата по счетоводна стойност или под нейното равнище. Характерно е, че втората ситуация е по-често срещана и тя поражда обезценка, която, като се прибави към ликвидационната стойност, намалява собствените капитали и често ги прави отрицателни. В този случай кредиторите ще могат да възвърнат само част от своите кредити, което води до загуба на капитал за тях.

 Трябва също така да се изследва процесът на производството и рискът от загуба. Във връзка с това може да се разгледа фирма, която се характеризира със следните данни:

Икономически резултат

- Финансови разходи

**= Чист резултат**

Собствени капитали

- Дълг

**= Икономически актив**

 На тази база се приема, че дадена фирма има голяма задлъжнялост и понася загуба поради ниска възвръщаемост. Икономическият резултат е недостатъчен, за да покрие финансовите разходи, откъдето произтичат загуби, които намаляват собствените капитали. Задлъжнялостта нараства едновременно, за да компенсира намалението на собствените капитали и за да финансира нарастването на икономическия актив, което води до увеличение на финансовите разходи. Когато това увеличение е по-бързо от нарастването на икономическия резултат, загубите нарастват. Недостатъчната възвръщаемост на тази фирма обаче води до нарушаване на финансовата и структура и ограничава платежоспособността й, което води към загуба.

 Следователно платежоспособността на дадена фирма зависи от значимостта на собствените капитали в сравнение със задълженията на фирмата и от природата на нейните промишлени рискове. По този повод класическият финансов анализ развива следното правило: фирмата трябва да поддържа капиталов резерв между ресурсите и инвестициите с еднакъв срок на продължителност, за да държи сметка за рисковете, присъщи за нейната дейност (обезценяване на запасите, неплащане на клиентите, спад на продажбите), който намалява съществено собствените капитали. Това правило изисква по отношение на баланса да се спазва следното:

* поддържане на положителен оборотен капитал в баланса. Оборотният капитал има ролята да предпазва кредиторите от всеки риск при прогресивната ликвидация на текущите активи (продажба на запаси, плащане от клиенти), риск, който би могъл да попречи на фирмата да плаща в срок своя дълг, т.е.:
* поддържане на резервен капитал за разликата между съвкупността от инвестиции и общата изискуемост, което може да се анализира по три начина:
* чрез оборотния капитал на фирмата, определен като от краткотрайните активи (инвестиции) под една година се извадят краткосрочните дългове;
* чрез отношението на чистия актив (инвестиции) (определен като разлика между инвестициите (актива) и всички привлечени капитали) към всички задължения;
* чрез сумата на чисти инвестиции (активи).

 При това състояние на нещата коефициентите за платежоспособността на фирмата, които най-често се използват в теорията и практиката, са следните:[[14]](#footnote-14)

* **Коефициенти за платежоспособност**, анализирани от позициите на чистите оборотни капитали.

1.****

където:

ЧОК са чистите оборотни капитали;

З - запасите.

2. ,

където:

 ЧОК са чистите оборотни капитали;

 И - инвестициите (активите).

* **Коефициенти за платежоспособност, разгледани от позициите на пасива на баланса**. Те са известни под наименованието коефициенти за финансовата независимост на фирмата. Анализът на тези коефициенти има за цел подпомагане финансовото управление да намери оптималното равновесие между високите рискове и разумната възвръщаемост на капиталите, т.е. оптимално равновесие между размера на собствените и привлечените капитали. Коефициентите, които намират най-голямо приложение в нашата практика, са:

 Коефициент на финансовата независимост:

1. 

- колкото е по-голям коефициентът, толкова е по-голяма финан­совата независимост на фирмата.

2. 

показва какво е съотношението между собствените капитали и чуждите капитали, оставащи на разположение на фирмата за един по-дълъг период.

3. 

показва какъв процент се пада на собствените капитали от размера на финансовите (постоянните) капитали.

 Коефициентите за финансовата независимост могат да се изчислят и по отношение на собственото финансиране на фирмата:

* Коефициентът изчислен като:



 Изразява способността на фирмата да плаща в срок своя дълг посредством способността си за финансиране със собствени капитали;

* Коефициентът изчислен като:



Той измерва тежестта на годишните падежи на срочните дългове върху дохода на фирмата. Коефициентът по-висок от 50 % обикновено показва прекомерна задлъжнялост по отношение на способността за финансиране със собствени капитали на фирмата, доколкото тя трябва да насочи една твърде голяма част от собствените си капитали към плащането на сключени заеми с цел финансиране на минали инвестиции. С други думи, фирмата губи част от своята самостоятелност при вземане на решения, т.е. тя ще изпитва затруднения при финансиране на всяка непредвидена инвестиция, материална или нематериална.

1. **Ликвидност на фирмата**

Ликвидността на фирмата може да се анализира по отношение баланса на фирмата или по отношение на цялата фирма. Под ликвидност на баланса на фирмата се разбира способността част от инвестициите или всички инвестиции да се трансформи­рат в пари. Под ликвидност на фирмата се разбира възможността на фирмата да плаща своите краткосрочни задължения.[[15]](#footnote-15) Както платежоспособността, така и ликвидността в повечето случаи се анализират от позициите на фирма, намираща се в ликвидация.

 Обикновено фирмата е в състояние на ликвидация тогава, когато не може повече в срок да посрещне своите задължения. За да покрие своите задължения, фирмата трябва да разполага с два типа ресурси - краткосрочни приходи т.е. от вече съществуващи краткотрайни активи, или нови кредити. Тези нови кредити ще породят нови потребности в момента на тяхното изплащане, което означава бягство напред. Една фирма с добра платежоспособност може да бъде неликвидна за кратко време и обратно - една платежоспособна фирма може да бъде ликвидна.

 Неликвидността се поражда от факта, че продължителността на инвестициите е по-голяма от тази на капиталите. Ако се предположи, че фирмата е взела шестмесечен заем, за да финансира една машина с продължителност на живота две години, ще се види, че амортизациите, които се начисляват за използването на машината, не са достатъчни за плащането на вноските по дълга и лихвите. Следователно съществува риск от неликвидност. На равнище краткосрочни инвестиции ще се поеме същият риск, ако се финансират с тримесечни заеми запаси с по-бавна обращаемост.

 Рискът от неликвидност се обяснява с по-голямата продължителност на инвестициите от срока за падеж на дълга, последица от по-голямата продължителност на инвестициите от тази на капиталите. В този аспект ликвидността е вид измерване на обращаемостта на актива (инвестицията) по отношение на тази на пасива (капиталите).

 Неликвидната фирма няма да фалира задължително, но тя ще бъде принудена да намери нови капитали, за да оцелее. Така тя губи част от своята независимост, тъй като е принудена да използва част от новите капитали за финансирането на минали инвестиции. При нормални условия това не е страшно. В период на затруднения това може да се окаже невъзможно и да доведе фирмата до фалит.

 Следователно анализът на ликвидността се състои в ограничаването на риска от бягство напред и съобразяване сроковете на инвестициите (активите) с този на капиталите. Може да се каже, че един баланс е ликвиден, когато срокът на капиталите е по-голям от срока на капитала. Ако за даден срок има по-малко натрупани активи, отколкото натрупани пасиви, това означава, че фирмата не ще може да посрещне своите задължения без да се сдобие с нови капитали, ако това е възможно.

 Анализът на ликвидността на фирмата най-често се осъществява с помощта на три коефициента:[[16]](#footnote-16)

* **Коефициент на общата ликвидност**



или:



 Това съотношение позволява да се провери дали капиталите, използвани за финансирането на величина от актива (инвестицията), ще останат на разположение на фирмата през период, най-малко равен на продължителността на живот на този актив, като се съблюдава известното правило за минималното финансово равновесие.

* **Коефициентът на съкратена ликвидност или коефициент на паричните средства (финансовите и ликвидните активи)**, обяснява ликвидността на фирмата като изключва запасите от анализа. Чрез неговото изчисляване се установява частта от запасите, която съответства на минималната стойност на необходимия запас за осигуряване на нормалната дейност на фирмата. Освен това той показва, че основният запас, съхраняван от фирмата, може да се окаже недостатъчно ликвиден при спешна потребност от реализация (някои стоки имат стойност, само ако се включат в процеса на производство). Изчислява се като съотношение между:



* **Коефициент на непосредствената ликвидност**, който се представя чрез формулата:



 Той обикновено е с ниски стойности, но търпи и колебания, чието представяне е често твърде несигурно.

 В българската икономика, най-често използваните коефициенти за ликвидността са:







 Те разкриват в какви срокове отделните елементи на оборотния актив могат да се трансформират в пари.

 В резултат на анализирането на финансовата структура на фирмата могат да се направят следните изводи:

* **Финансовата структура на фирмата е оптимална**, ако се характеризира с правилно съчетаване на собствените с чуждите капитали, подобряване на рентабилността и увеличаване на самофинансирането.
* **Обективното установяване на ликвидността** и платежоспособността на фирмата е гаранция за провеждане на правилна пазарна политика от фирменото управление.

***В/ Допълнителна литература***

1. Ненков, В. и А. Ангелов. Финансов анализ на фирмата, Абагар, В. Търново, 2007
2. Г. Петров. Финанси на фирмата, Тракия, София, 2006

***Г/ Ключови термини***

1. Финансова структура
2. Капиталова структура
3. Риск от загуба на капитал
4. Риск от загуба на лихва
5. Дългово финансиране
6. Икономически актив
7. Възвръщаемост на капитала
8. Платежоспособност на фирмата
9. Ликвидност на фирмата
10. Коефициенти за финансова независимост
11. Норма на възвръщаемост
12. Привлечен капитал
13. Анюитетни плащания
14. Коефициенти за ликвидност
15. Чист актив
16. Инвестиции
17. Кредитори
18. Гаранции
19. Постоянни капитали
20. Финансови средства

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XVI** | **ДИВИДЕНТНА ПОЛИТИКА НА ФИРМАТА** |

***А/ Въведение в учебната тема***

 Учебната тема „Дивидентна политика на фирмата“ изяснява технологията на разпределение на нетната печалба за реинвестиране и изплащането на дивиденти, което има решаващо значение за бъдещото развитие на фирмата и за взаимоотношенията й с акционерите, кредиторите и персонала.

 След усвояването на знанията по темата обучаваните ще знаят:

* начините и формите за изплащане на дивидентите;
* изчисляване на дивидента;
* връзката между размера на дивидента и цената на акциите;
* моделите за оценка на стойността на капитала.

 Структурата на темата е оформена в следните точки:

1. Същност и начини за изплащане на дивидента
2. Концепции и подходи за определяне на дивидентната политика на фирмата
3. Модели за определяне на стойността на капитала

***Б/ Съдържание на учебната тема***

1. **Същност и начини за изплащане на дивидента**

Дивидентната политика е свързана с определяне на стойността на фирмата. За дивидентна политика може да се говори тогава, когато фирмата решава какви дивиденти да изплати и каква част от нетната печалба да остане неразпределена.

***Дивидентната политика на фирмата е насочена към разпределението на нетната печалба.*** Нетната печалба се разделя на две части – за реинвестиране и за дивиденти. Това разпределение има решаващо значение за бъдещето на фирмата, взаимоотношенията с акционери, кредитори и персонала на фирмата.

Дивидентите представляват доход за инвеститора. Този доход се нарича дивидентна печалба и представлява резултат от взаимодействието между дивидентното плащане и цената на акцията.[[17]](#footnote-17)

 Изплащането на дивидентите зависи от това дали фирмата прибягва по-често до емисията на акции и изплаща по-високи дивиденти или задържа по-голямата част от печалбата за реинвестиране, като плаща незначителни дивиденти. Обикновено различните фирми превеждат дивидентите на своите акционери на три, шест месеца или след изтичане на годината, а понякога може да се вземе решение за изплащане на допълнителен дивидент. При всички случай на изплащане се спазват някои процедури – предварително Управителният съвет взима решение за размера на дивидента на една акция, който е съобразен с утвърдения от Общото събрание на акционерите лимит, регистрационна дата и датата на самото изплащане на дивидентите. След като Управителният съвет е взел решение за изплащане на дивидентите се изпращат известителни съобщения до акционерите, за да се регистрират към определената регистрационна дата. Тази дата обикновено е 15 дни преди изплащането на чековете. Заявките за регистрация, обаче, трябва да са предадени 5 дни преди фиксираната дата за регистриране. Този срок се нарича ексдивидентна дата за регистриране.

 **Начините за изплащане на дивидентите са:**

* парични дивидентни плащания;
* непарични дивидентни плащания – дивиденти чрез акции и чрез раздробявания на акции.

Основната форма са паричните дивиденти, плащани обикновено на три, шест месеца или годишно. Сумата на дивидента може да бъде изразена в лева на 1 акция, в процентно отношение към цената на акцията или като процентно отношение на нетната печалба на 1 акция. Освен обявените периодично плащани дивиденти съществуват и допълнителни плащания над редовния и специални, извънредни дивиденти. Фирмите, намиращи се в процедура на фалит, могат да изплащат ликвидационен дивидент, при условие че не са застрашени интересите на кредиторите.

 След изплащане на паричните средства, фирмата може да реши да се извършат непарични плащания на акционерите. Тези видове дивидентни плащания се извършват под формата на дивиденти чрез други допълнителни акции и раздробявания на акции. Дивиденти чрез допълнителни акции могат да бъдат изплащани в случаите, когато фирмата желае да „замрази“ парични средства за инвестиционни цели. Например: на всеки 10 притежавани акции акционерите получават по 1 нова безплатно. За разлика от този начин на плащане, раздробяването на акции включва издаването на повече акции – 5 стари се заменят за 8 нови акции, но с по-ниска стойност на всички акции. По този начин непаричните дивиденти предизвикват изменения в счетоводния баланс на фирмата, защото общата стойност на акционерния капитал остава непроменена, за разлика от паричните дивиденти, които съкращават паричните средства в счетоводния баланс. Следователно тези промени не изменят положението на собствеността на акционерите, а в същото време позволяват на фирмата да съхранява парични средства за инвестиционни цели.

 Дивидентите могат да се изплащат и чрез обратно изкупуване на акции от фирмата. Това може да стане чрез посредничеството на комисионерите или на открития пазар. В този случай повторно изкупените акции се анулират или се съхраняват с оглед отново да бъдат продадени при необходимост. Този начин е изгоден за акционерите, които при това положение не плащат данък върху дивидента, а само върху прираста на цената на изкупените акции.

 Повечето компании определят дивидентите като процент от нетната печалба. Нетната печалба се разпределя за реинвестиране и за дивиденти, както вече отбелязахме. Коефициентът за реинвестиране показва каква част от нетната печалба остава във фирмата с инвестиционно предназначение. Може да бъде определена като коефициент или в проценти.

 При увеличаване на дивидента обикновено се повишава и пазарната стойност на акциите и стойността на фирмата. Инвеститорите приемат повишението на дивидентите като сигнал за нарастване на печалбата и стойността на активите. На практика в процеса на договаряне, коефициентът на изплащане може силно да се увеличи, дори и остатъчните доходи да са намалени, тъй като фирмата може да се опита да изплаща същите дивиденти, които е изплащала през успешни икономически години. Но, една постоянна във времето дивидентна политика означава, че инвеститорите могат да се доверят на фирмата и че тя поддържа изплащанията на дивидентите, което означава и проява на лоялност към самите инвеститори.[[18]](#footnote-18)

 Неравномерното и непостоянно изплащане на дивидентите поражда несигурност. Фирмите могат често да възприемат консервативна политика, която да обезпечи сигурност на инвеститорите за получаването на определени дивиденти и в добри и в лоши времена.

1. **Концепции и подходи за определяне на дивидентната политика на фирмата**

Вземането на решение каква дивидентна политика да се възприеме от фирмата и какъв ефект тя ще окаже върху цената на акциите и върху стойността на фирмата, се свързва с прилагането на определени подходи и концепции, регламентиращи необходимостта от дивидентна политика. Съществуват много фактори, които оказват пряко влияние върху възприемането на всеки един подход. Това множество от фактори може да бъде обединено в следните групи:

*1) Ограничения върху дивидентните плащания* – възникват в случаите, когато при получаване на кредити, в договорите се включват изискванията за минималните стойности на коефициента за текуща ликвидност, коефициента за изплащане на лихвите чрез печалба и т.н., преди да се вземе решение за изплащане на дивиденти. Ако тези стойности не бъдат постигнати, фирмата е задължена да не плаща дивиденти, а да покрие задълженията си. Друго ограничение е свързано с изискването, че паричните дивиденти се изплащат само с пари, а липсата на достатъчно парични средства в банката може да ограничи това плащане.

*2) Алтернативни възможности за инвестиране* – отразяват решенията на фирмата да възприеме или отхвърли даден инвестиционен проект и да определи стойността на коефициента на изплащане. Това решение изисква гъвкаво прилагане на дивидентна политика относно дела на дивидентите и реинвестираните разходи, за да се извлече максимална изгода от проекта.

*3) Наличие на алтернативни източници на капитал –* фирмата може да създаде алтернативни източници, ако се нуждае от финансиране на определен инвестиционен проект. В случая, тя може да издаде ценни книжа или да използва възможността от получаване на кредит. Друг източник на капитал може да бъде използването на нетния доход или продажбата на нови акции.

*4) Влияние на дивидентната политика върху разходите на капитала -* това нейно влияние може да се разглежда в зависимост от желанието на акционерите да получават дивидентите сега, а не в бъдещ период; осъзнатия риск, свързан с дивидентите и капиталовата печалба и информационната функция на дивидентите, касаеща благополучието на фирмата.

 *Съществуват различни мнения относно влиянието и прилагането на дивидентната политика.* Групата на Моделиани и Милър създава теория за неутралността на дивидентната политика към стойността на активите при игнориране на данъците и разходите при транзакциите. Според тях дивидентите не засягат цената на акциите и не играят важна роля при определянето на стойността на фирмата. Техните аргументи са базирани на концепцията за това, че фирмената политика за капиталово бюджетиране е независима от дивидентната политика, няма данъчно облагане, липсват колебания в цените на акциите и емисионните разходи, финансовият лост не влияе върху цената на капитала, разпределението на нетната печалба на дивиденти и задържаната печалба не оказва ефект върху разхода за фирмения капитал и инвеститорите, и мениджърите притежават една й съща информация за бъдещото на фирмата.

 Теоретичният модел на Моделиани и Милър има за цел да покаже, че процесът на вземане на решение се основава главно на оценката на относителните изгоди от инвестициите и тяхната рентабилност. Дивидентите се отнасят към друга политика и не участват при решението, тъй като те са резултат от тези фактори. Неутрализирайки ролята на дивидентите, Милър и Моделиани показват само, че реалният процес на оценяване включва множество стратегии.

 Най-критикуваното твърдение на двамата учени е, че дивидентната политика не влияе върху изискваната норма на дохода от капитала. Според тях инвеститорите реинвестират своите дивиденти в същата или в друга подобна фирма и рискът, свързан с фирмените парични потоци спрямо самите инвеститори в дългосрочна перспектива, се явява функция на паричните потоци от фирмени активи.

 Други, като Гордън и Линтер, считат че дивидентната политика е важна и оказва значително влияние върху оценката на акциите. Те твърдят, че нормата на дохода от капитала се увеличава тогава, когато коефициентът на дивидентното плащане се съкрати, защото инвеститорите са по-сигурни в получаването на дивидентите, отколкото в дохода от капиталовите печалби, получавани в резултат на реинвестираните задържани доходи.

 Според застъпниците на консервативната теория, главно доказателство, че дивидентната политика влияе върху цената на акциите, е борсата. Наблюденията сочат, че курсовете на акциите с по-висок дивидент имат тенденция към покачване, а на акциите с по-нисък дивидент – към падане. Размерът на неразпределената печалба влияе по-слабо. Главният аргумент на консерваторите срещу теорията на Моделиани и Милър за дивидентната политика е, че дивидентите са по-сигурен доход от прираста на капитала в резултат на реинвестиране на неразпределената печалба. Друг аргумент е, че фирмата има много повече възможности да контролира дивидентите, отколкото цените на акциите, от което следва, че рискът от неразпределената печалба е по-голям от риска на дивидентите. В действителност по-малкият риск произтича от това, че получените налични пари са вложени в банката при минимален риск. Всеки акционер може и сам да продаде част от акциите си и да превърне дохода си в налични пари, които да вложи в банката.[[19]](#footnote-19)

 Друг аргумент на консерваторите е, че има инвеститори, които предпочитат да получават периодично налични пари, а не капиталова печалба. Това са дребните притежатели на акции, за които ще е по-трудно и скъпо да продадат част от своите акции, отколкото да получават от компаниите на всеки три или шест месеца чекове за дивидентите. По-голям ще е и рискът за продажба на акциите на ниски цени от акционерите, отколкото от фирмите.

 Като аргумент в полза на паричните дивидентите консерваторите изтъкват и тяхното информационна значение. Високите и стабилни дивиденти са най-сигурната информация за печалбите и перспективите на фирмата.

 Приложението на метода на нетната остатъчна стойност е свързано с предположението, че инвеститорите предпочитат фирмата да задържи и реинвестира остатъчните доходи, а не да им изплаща дивиденти. Това тяхно предпочитание има смисъл само тогава, когато нормата на възвръщаемост на фирмата ще бъде по-висока нормата на възвръщаемост, която инвеститорите могат да получават, влагайки тези дивиденти в други инвестиции. От тук следва, че за фирмата ще бъде по-евтино да реинвестира остатъчните доходи, отколкото да емитира нови акции.

 Ако приемем, че всички фирми се стремят да постигнат оптимална капиталова структура при най-ниска стойност на разхода за капитала, това означава, че дивидентите би трябвало да бъдат изплатени, след като всички печеливши възможности за реинвестиране са били използвани. При възприемането на подхода за нетната остатъчна стойност спрямо дивидентната политика, фирмата би трябвало да прецени с колко ще се променят разходите за капитала в резултат на новото финансиране. Тя би трябвало да сравнява този резултат с доходите, получени от различните проекти. При тези обстоятелства, целта е да се постигне най-нисък разход за капитала, което ще доведе до постигане на максимума на стойността на фирмата.

 **3. Модели за определяне на стойността на фирмата**

 **3.1. DCF модели за директна оценка на собствения капитал**

 Към тази група се отнасят модела на дисконтираните дивиденти (DDM) и модела за оценка на собствения капитал (DCF). Тези модели се базират на нетните парични потоци за обикновените акционери. Чрез тяхното прилагане се цели директно определяне на стойността на собствения капитал посредством дисконтирането на нетните парични потоци за акционерите с изисквана норма на възвръщаемост от собствения капитал. Единствената, по-съществена разлика между тях е, че при първия модел паричните за обикновените акционери са представени от дивидентите, а при втория модел от така наречените свободни парични потоци за обикновените акционери. Тази разлика, обаче, е доста относителна, защото в година, през която нито се емитират нови, нито се изкупуват обратно стари обикновени акции, нетните парични потоци за обикновените акционери се равняват на дивидентите, които в случая не са нищо друго освен свободни парични потоци за обикновените акционери за същата тази година. Презумцията е, че свободните парични потоци не са необходими за дейността на компанията и затова се изплащат като дивиденти.

 В този смисъл разликата между дивиденти и свободни парични потоци за обикновените акционери на практика се свежда по-скоро до начина на тяхното определяне. При модела на дисконтираните дивиденти обикновено се ограничаваме до определяне на бъдещите дивиденти чрез екстраполацията ма миналите и настоящи дивиденти. Алтернативно това може да се осъществи посредством екстраполация на минал и настоящ доход на една акция (EPS) заедно с предвиждането на определен коефициент на изплащане на дивиденти. За целта е необходимо да се определи очакваният темп на нарастване на дивидентите, респективно очакваният темп на нарастване на дохода на една акция. Същевременно свободните парични потоци за обикновените акционери, които са в основата на втория модел, се изчисляват по-подробно и експлицитно като остатъчна величина. При изчисляването им акцентът се поставя върху източниците на тяхното формиране, т.е. източниците на формиране на дивидентите. Това включва отразяване и на предвижданите за всяка година промени във финансирането, в т.ч. прогнозираните нови емисии или изкупувания на обикновени акции. Свободните парични потоци за акционерите (които в отделните години могат да съвпадат с размера на изплащаните дивиденти) се определят като краен резултат от предвижданите текущи приходи и разходи на компанията, предвижданите инвестиции и начините за тяхното финансиране. Всичко това ни дава основание да разглеждаме модела на дисконтираните дивиденти като по-опростен вариант на модела за оценка на собствения капитал. Формулата за модела на дисконтираните дивиденти (DDM) е следната:

 където:

Div е дивидент;

P – стойност на собствения капитал;

R – изискваната норма на възвръщаемост от собствения капитал;

g – растежът на стойността на акцията.

 **3.2. Модел за оценка на цели предприятия (DCF)**

Моделът за оценка на цели предприятия (DCF) е базиран на презумпцията, че оценяваните компании ще продължават да функционират и в бъдеще. Както подсказва неговото наименование, той се използва за определяне на стойността на предприятието като цяло. След като веднъж определи стойността на цялото предприятие, произтичаща от неговата дейност, моделът дава възможност да се намери стойността на собствения капитал посредством изваждане стойността на дълга и на евентуални други задължения, като например стойността на привилегированите акции. Така става ясно каква цена си заслужава да се плати за собствения капитал като цяло, за една обикновена акция, респективно за мажоритарния пакет, даващ право на действително управление на активите на предприятието.

 Наименованието на модела също така дава ясно да се разбере, че той е базиран на бъдещите очаквани парични потоци от дейността и тяхното дисконтиране към настоящия момент. Така например, оперативната стойност на фирмата като цяло е равна на стойността на бъдещите парични потоци от дейността, дисконтирани при подходящата норма на възвръщаемост, отразяваща степента на риска за тези парични потоци. От своя страна, стойността на дълга е равна на бъдещите плащания (парични потоци) по този дълг, дисконтирани при норма на дохода, отразяваща тяхната степен на риск.

 Като заключение може да се каже, че дивидентната политика като част от финансовата политика на фирмата има решаваща роля за формирането и увеличаването на капитала. В икономическата литература тя се характеризира с това, че фирмата гарантира плащането на фиксирани суми през всеки период.

 В този аспект трябва да се включи и данъчната политика на фирмата. На съвременен етап различните данъчни законодателства облагат по-тежко дивидентите и по-леко допълнителните доходи от ценни книжа, поради което фирмите се въздържат от разпределението на големи дивиденти.

  ***В/ Допълнителна литература***

1. Адамов, В. и колектив. Инвестиции, В. Търново, Абагар, 2011
2. Александров, Ст. и др. Финансово управление на фирмата, София, Икономика, труд и право, 2000
3. Петров, Г. Основи на финансите на фирмата, София, 1995

 ***Г/ Ключови думи и понятия***

1. Дивидент

2. Разпределяема печалба

3. Неразпределяема печалба

4. Цена на акция

5. Реинвестиране

6. Начини за определяне на дивидента

7. Диведентна политика

8. Норма на възвръщаемост

9. Бъдещи парични потоци

10. Технология за изплащане на дивидентите

|  |  |
| --- | --- |
| **ТЕМА XVII** | **СЛИВАНЕ, ИЗКУПУВАНЕ И ЛИКВИДАЦИЯ НА ФИРМИ** |

 ***А/ Въведение в учебната тема***

В учебната тема „Сливане, изкупуване и ликвидация на фирми“ се проследява реструктурирането на капитала с цел поддържане на дадено ниво на конкурентноспособност чрез промяна на формата на организация и статута на фирмата. Тук, обаче, трябва да се вземе под внимание, че при неправилно използване на източниците на капитал и техниките за финансиране, фирмата може да изпадне в затруднено финансово състояние и в последствие да обяви фалит.

След усвояване на знанията по темата обучаваните ще знаят:

* видовете сливания на фирми;
* причините за сливането и изкупуването на фирми;
* същността и видовете бизнес фалити;
* технологията за предотвратяване на фалити.

Структурата на темата е оформена в следните точки:

1. Обща характеристика и видове сливания
2. Резултати, механизъм и проблеми при сливанията на фирми
3. Фалит и ликвидация на фирми
4. Мерки за предотвратяване на фалит
5. Реорганизация и ликвидация на фирмата

***Б/ Съдържание на учебната тема***

1. **Обща характеристика и видове сливания**

Чрез сливането и изкупуването на фирми се цели преобразуване на компании и осигуряване на бърз растеж. А също така се извършва преструктуриране на част от икономиката съобразно конюнктурното й развитие.

При **сливането** се осъществява обединяване на две или повече дружества в ново, като старите дружества престават да съществуват юридически. Процесът на сливането е съпроводен с преговори, свързани с правни, счетоводни и данъчни проблеми, както и с интегриране на дейността на обединяващите се търговски дружества.

При сливания чрез изкупуване една фирма абсорбира друга или няколко фирми, като в повечето случаи абсорбираните фирми загубват своята юридическа самостоятелност и управление.

В практиката са известни следните видове сливания:

* хоризонтални сливания – обединяват се търговски дружества от един отрасъл или еднакъв бизнес;
* вертикални сливания – сливат се търговски дружества, имащи добри търговски или производствени взаимоотношения (например: търговец и доставчик). По такъв начин се намалява риска, осигурява се ритмичност на доставките и се избягват разходите по покупко-продажба.
* конгломератни сливания – обединяват се фирми от различни отрасли и производства.
1. **Причини за сливанията**

Основен мотив са осъществяване на сливанията е осигуряване на стабилно развитие на икономиката чрез икономии от по-големия мащаб на дейността на фирмите от различните отрасли.

Като причини могат да бъдат посочени:

* ползване на данъчни облекчения и намаляване на данъчната тежест. Това се наблюдава при поглъщане на губеща от печеливша фирма.
* Увеличаване на растежа чрез нарастване на стойността на новата фирма. Обединяването на капитала две или повече абсорбирани фирми е известно в практиката като синергия.
* Промяна в управленската структура и по-ефективно използване на капитала.
* Осъществяване на инвестиционни програми, изискващи наличието на по-голям по размер капитал.
1. **Резултати, механизъм и проблеми при сливанията на фирми**

Сливането на две или повече фирми е целесъобразно, в случай че нетната стойност на новата фирма е по-голяма от стойността на погълната фирма (фирми). Процесът по сливанията се определя от разлика между настоящата стойност на новата фирма и настоящите стойности на обединяващите се фирми.

Независимо, на кого принадлежи инициативата за сливането, на по-малката или по-голямата фирма, е необходимо да се направи задълбочен анализ на придобиващата фирма.

**Механизмът** на сливането включва:

* задълбочен финансов анализ на състоянието на вливащата се фирма – трябва да се установи дали няма скрити задължения;
* финансовото управление на поглъщаната фирма трябва да съдейства за сливането, като осигури съгласието на две трети от акционерите за продажба на акциите;
* при отхвърляне на това предложение, финансовото управление на поглъщаната фирма прибягва до изготвяне на публична оферта за изкупуване на акциите;
* при сливания чрез изкупуване на по-голямата част от активите, фирмата се разформирова и акционерите получават сумите, получени от продажбата след като бъдат погасени задълженията.

**Проблеми**, които се срещат при сливанията, са:

* наличие на задължения и трудносъбираеми вземания на погълната фирма. Това предполага да се направи предварителен анализ на финансовото състояние на фирмата на база счетоводните документи;
* нежелание от страна на мениджърския екип да се раздели с ръководните си функции и привилегии;
* трудности при уеднаквяване на счетоводството и техническата съвместимост на сливащите се фирми.
1. **Фалит и ликвидация на търговските дружества**

Бизнес фалитът се разграничава на два вида: *икономически фалит и финансов фалит*. *Икономически фалит* е налице, когато разходите на фирмата надвишават нейните приходи или възвръщаемостта от инвестициите е по-малка от величината на капиталите, които са авансирани. При *финансовия фалит* фирмата не може да се издължи в определените срокове, т.е. не може да покрие своите краткосрочни задължения. Тя разполага със собствени капитали, но не и с достатъчно ликвидни активи, за да изплати задълженията си.

Фирмата се определя като банкрутирала (неплатежоспособна), когато нетната стойност на актива е по-малка от изискуемия пасив.

Анализът на бизнес фалита в неговите форми започва с установяване на причините, които го предизвикват. Те се обособяват в две групи:

* обективни – тук се отнасят международна криза, нелоялна международна конкуренция, природни бедствия и др.;
* субективни – неспособност на мениджъри да се приспособят към колебанията на икономическата конюнктура; набалансираност и несъгласуваност на уменията и поведението на ръководния екип; липса на корпоративна зрелост; некомпетентност на финансовото управление и др.
1. **Мерки за предотвратяване на фалита**

При наличие на симптоми за влошаване на финансовото състояние на фирмата могат да се приложат официални и неофициални мерки за подобряването му. За предпочитане са неофициалните мерки, които се съгласуват и приемат лично, чрез преговори между мениджърския екип и кредиторите, без да се прибягва до правни действия. По време на срещата, мениджърският екип дава информация за задълженията на фирмата и ако кредиторите приемат, че е възможно прилагане на неофициални мерки, се сформира комитет на кредиторите. Този комитет назначава експерти, които проучват финансовото състояние на фирмата-длъжник и представя отчет. Ако кредитори, въз основа на данни от отчета, приемат, че финансовото състояние на фирмата може да се подобри в бъдеще и дадат съгласието си се преминава към прилагане на съответна неофициална мярка.

**Неофициалните мерки за предотвратяване на фалит са:**

* удължаване на падежа на просрочените облигации;
* взаимно споразумение за намаляване на сумата на задълженията;
* комбинация от взаимно споразумение за намаляване на сумата на задълженията и удължаване на срока им;
* прехвърляне на активите на длъжника към посредник с цел закриване на бизнеса или продължаването му при нов мениджърски екип.

**Удължаването на срока** е свързано с отлагането на падежа на просрочените задължения. Тази мярка е предпочитана от кредиторите, които очакват да им се изплатят задълженията изцяло. Прилага се, когато фирмата е временно неликвидна, но не е платежоспособна.

**Взаимното споразумение за намаляване на задълженията** е уговорка между фирмата-длъжник и кредиторите, при която кредиторите се съгласяват да приемат процентно плащане от дълга, а останалата част да опростят. Тази мярка се приема от кредиторите, когато преценят, че ще получат по-голяма сума от дълга, отколкото ако фирмата бъде обявена във фалит.

**Комбинираното решение** за кредиторите е приемливо, когато преценят, че фирмата в бъдеще ще излезе от затрудненото финансово положение и ще може да погаси задълженията си.

В случай на некомпетентност на мениджърския екип се прилага неофициалната мярка – **прехвърляне на активите на фирмата-длъжник към посредник и се назначава нов мениджърски екип**.

Неофициалните мерки са много по-ефективни от официалните. Те спестяват правни и административни разходи и в повечето случаи допринасят за подобряване на финансовото състояние на фирмата-длъжник и възобновяване на нейната дейност.

1. **Реорганизация и ликвидация на фирмата**

**Реорганизацията е официална мярка, която се прилага при отказ на кредиторите да приемат посочените неофициални мерки.**

При обявяване на фалит на фирмата се пристъпва към реорганизация или ликвидация (закриване).

При наличие на минимална възможност за запазване на фирмата се прилага реорганизацията. Тя е техника подобна на неофициалните мерки (удължаване на срока на задълженията и намаляване на дълга), но разлика е тази, че се администрира от съда.

За да се приеме техниката за реорганизация на фирмата-длъжник, кредиторите трябва да бъдат убедени, че възвръщаемостта на активите е висока, което гарантира бъдещите доходи, необходими за погасяване на задълженията.

Когато се прилага реорганизацията се следва процедурата:

1. Вземане на решение за реорганизация – оценка на фалиралата фирма и очакваните бъдещи доходи;
2. Съставяне на реорганизационен план – определяне на бъдещата стойност и механизма за промяна на капиталовата структура;
3. Регистрация на промяната на капиталовата структура – издаване на нови ценни книжа, с което се отразява промяната.

**Когато ликвидационната стойност на фирмата е по-голяма от бъдещата й стойност се пристъпва към ликвидация.**

**Ликвидацията** се осъществява по два начина:

* ликвидация чрез правоприемане;
* ликвидация чрез фалит.

При *ликвидацията чрез правоприемане* фирмата-длъжник прехвърля правото на собственост върху активите на трето лице, определено от съда и кредиторите. Ликвидацията на фирмата се осъществява от правоприемника, който контролира събирането на задълженията и продажбата на имуществото на фалиралата фирма. Окончателното покриване на задълженията се осъществява от правоприемника с минималното участие на съда.

Ликвидацията чрез фалит се прилага, когато кредиторите отхвърлят ликвидацията чрез правоприемане. Тя се предшества от заявление до съда по инициатива на кредиторите. С приемането на заявлението съдът избира арбитър (синдик), който да управлява ликвидацията. Прави се опис на активите на фирмата-длъжник и след среща между длъжника и кредиторите се съблюдава следната процедура:

1. съставяне на план от кредиторите за ликвидиране на фирмените активи и пасиви;
2. оценка на активите и пасивите от експерти;
3. покриване на разходите по ликвидацията с получените пари от продажба на активите;
4. разпределение на останалата парична сума между кредиторите при спазване на регламентирана от закона последователност;
5. разплащане на кредиторите с арбитъра;

След осъществяване на процедурата по ликвидацията, фирмата длъжник се освобождава от отговорност за погасените задължения.

 ***В/ Допълнителна литература***

1. Адамов, В., Холст Д. и А. Захариев. Финансов анализ, В. Търново, Абагар, 2008
2. Динев, Д. и Д. Ненков. Финанси на съвременната фирма. София, 1992

***Г/ Ключови думи и понятия***

1. Сливане на фирми

2. Хоризонтални сливания

3. Вертикални сливания

4. Конгломератни сливания

5. Бизнес фалит

6. Икономически фали

7. Финансов фалит

8. Нетна стойност

9. Настояща стойност

10. Бъдеща стойност

11. Реорганизация на фирма

12. Ликвидация чрез правоприемане

13. Ликвидация чрез фалит

14. Маса на несъстоятелност

1. Адамов, В. Финанси на фирмата, Абагар, В. Търново, 2012 [↑](#footnote-ref-1)
2. Съгл. промените в българското законодателство загубата се посочва в пасива на баланса с червено сторно. [↑](#footnote-ref-2)
3. Ненков, В. Самофинансиране на фирмата. Свищов, 1995 [↑](#footnote-ref-3)
4. Понятията краткотрайни активи, оборотни активи, текущи активи и краткосрочни инвестиции са равнозначни. [↑](#footnote-ref-4)
5. Gitman, L. Basic Financial Management. New York. 1992, Peterson, P. Financial Management and Analysis. New York, 1994. [↑](#footnote-ref-5)
6. Вж. Адамов, В. Теория на финансите. В. Търново, АБАГАР, 2012 [↑](#footnote-ref-6)
7. Depallence. G. Geston financiere de l’entreprises. Paris. Sirey. 1994 [↑](#footnote-ref-7)
8. Depallens, G., A. Jobard, J. Gestion financiere de l’entreprise. Paris, Syrey, 1986, p. 186 [↑](#footnote-ref-8)
9. Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, АБАГАР, 2012 [↑](#footnote-ref-9)
10. Адамов, В. Финанси на фирмата. АБАГАР, В. Търново, 2012 [↑](#footnote-ref-10)
11. За подробности вж. Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, АБАГАР, 2012 [↑](#footnote-ref-11)
12. Peterson, P. Financial Management and Analysis. New York, 1994 [↑](#footnote-ref-12)
13. Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, АБАГАР, 2012 [↑](#footnote-ref-13)
14. Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, АБАГАР, 2012, с. 145–147 [↑](#footnote-ref-14)
15. Адамов, В. Цит. съч., с. 205 – 212. [↑](#footnote-ref-15)
16. Адамов, В. Финанси на фирмата. В. Търново, АБАГАР, 2012 [↑](#footnote-ref-16)
17. АДАМОВ, В. и др. Инвестиции, Абагар, В. Търново, 2011 [↑](#footnote-ref-17)
18. АДАМОВ, В. Финанси на фирмата, Абагар, В. Търново, 2012. [↑](#footnote-ref-18)
19. АДАМОВ, В. и др. Инвестиции, Абагар, В. Търново, 2011 [↑](#footnote-ref-19)