

## Глава 6

# ФОРМИРАНЕ НА КАПИТАЛА

След усвояване на материала в тази глава Вие ще можете:

- Да дефинирате различните видове капитал;
- Да се запознаете с основни елементи на финансовите пазари като акции и облигации;
- Да научите за цената на всеки вид капитал;
- Да определите конструкцията на финансовия модел в съвременната фирма – здравно заведение;
- Да се запознаете с различни степени на структура на капитала;
- Да дефинирате задачите на финансовия мениджър при функционирането на финансовия модел.

### 1. Видове капитал

Вече бе отбелязано, че капиталът може да бъде собствен или привлечен. На етапа на формиране на капитала основно се работи с чужд (заеман) капитал, както и с наличен собствен капитал, необходими за учредяването на фирмата. Някои от видовете фирми в зависимост от организационно-правния си статут имат законови изисквания за **учредителен минимален капитал**. Например за разкриване на дружество с ограничена отговорност се изискваше капитал от 5 000 лева, за акционерно дружество – 50 000 лева, за акционерно дружество за частно здравно осигуряване – 500 000 лева, които до 3 години трябва да нараснат до 2 милиона лева в пари.



Съвременна тенденция е да отпаднат или да се снижават подобни капиталови бариери за корпоративния бизнес, но същевременно се повишават капиталовите изисквания към банки, застрахователи, частни здравни осигурители, което се налага с цел осигуряване на финансова устойчивост и за защита на потребителите.

Една специфична форма на собствения капитал е **акционерният капитал**.

**Акцията** е ценна книга изразяваща дела на отделния притежател на реалния капитал.

Голямото предимство на акционерните дружества е, че в случаи на нужда по-лесно набират капитал чрез емитиране на акции и ценни книжа.

Акцията се отличава с няколко вида стойности – номинална, емисионна, пазарна и нетна балансова (счетоводна) стойност. **Номиналната** стойност е отразена на самата акция. **Емисионната стойност** се формира при пласирането на първичния пазар (когато се пуска за първи път за изкупуване). Според Търговския закон емисионната стойност не може да бъде по-малка от номинала. **Пазарната стойност** на акцията се формира на вторичния пазар (когато акциите се пускат на фондовата борса) и изразява пазарната оценка на реалния капитал представляван от акцията. **Нетната балансова или счетоводна стойност** е съотношението на собствения капитал към броя на емитираните акции.

Според Търговския закон акцията трябва да съдържа определени реквизити – означението „акция“, вида на акцията, номера, фирма и седалище, размер на капитала, номинална стойност, падеж. Емитирането на акции се извършва по определен ред – взема се решение от общото събрание на акционерите или борда на директорите; получава се разрешение от Комисията за ценни книжа; избира се начин на пласмент (с публична подписка, т.е. с финансово посредничество или директно пласиране). Емисията



може да бъде обща, когато акциите се предлагат без ограничения и привилегирована, в която могат да участват само акционери на компанията.

Акциите се подразделят на : **поименни и на приносител**. Поименни са тези, върху които е написано името на собственика. Те се регистрират в специална книга на акционерите. Акциите на приносител са анонимни, върху тях не е вписано име на собственика. Собствеността върху тях се сменя лесно чрез покупко-продажба или замяна, но само след като са изплатени изцяло по номинал или емисионна стойност. Акциите могат да бъдат **заменяеми** или **незаменяеми** срещу облигации, **обикновени и привилегировани**. Последният вид дава право на фиксиран или гарантиран дивидент или дял от имуществото на дружеството, докато обикновените не осигуряват гарантиран дивидент, а дават право само на глас в общото събрание.

Друг източник на финансов ресурс е **резервният капитал**. В някои видове дружества или кооперации има задължителни законови изисквания за образуване на фонд „Резервен“. Например в акционерните дружества се изисква задължително насочване не по-малко от 1/10 част от печалбата към резервен фонд. Разпределението на печалбата се описва от дружествения договор или устава. Кооперациите задължително отделят част от печалбата докато резервът не достигне не по-малко от 20% от сумата на дяловия капитал. Доброволните здравно-осигурителни дружества имат общи и специфични резерви по всеки лицензиран пакет от услуги. Резервният капитал служи за покриване на загуби, за увеличаване на капитала или обслужва потребността от финансова устойчивост.

Един от предпочитаните източници на капитал е **кредитът**, който може да бъде **търговски (стоков)**, **банков** и **облигационен**. Облигационен е този кредит, който се оформя чрез издаване на емисия от облигации, които кредитополучателят предоставя на кредиторите си срещу получените от тях средства.

**Облигацията** е документ за дълг, който дава право на притежателя регулярно да получава договорен фиксиран доход под формата на лихва, както и да му се изплати номиналната стойност след падежа.

Характерни източници на капитал за лечебните заведения са **задълженията** особено към доставчици на лекарства и консумативи. Задълженията извън рамките на договорения срок са обикновено с лихва и се наричат „просрочени“.

Формирането на капитал може да стане и за сметка на безвъзмездно **финансиране** от държавата, общината или частни лица.

Други специфични и извънбалансови източници на финансиране са лизинга и факторинга. **Лизингът** е предоставяне на дълготрайни активи за ползване в рамките на определен период от време, през който се плаща договорена наемна цена. Лизингът може да бъде **оперативен** (или експлоатационен), при който собственикът начислява амортизации и се грижи за собствеността си (напр. прави застраховки) и след изтичане на срока активът се връща на собственика. При **финансовия лизинг** след изтичане на срока, се сменя собствеността като лизингополучателят придобива актива.

**Факторингът** е форма на финансиране на продажбите, която улеснява доставчиците при пълно изключване на кредитния риск. По-често под факторинг се разбира продажба на дълг на т.н. компания – фактор срещу дисконт (комисиона).

Лизингът и факторинга навлизат бързо и в дейността на лечебните заведения.

## 2. Цена на капитала

Всички капитали имат своя цена, включваща разходите по набавянето и осигуряване на капитала. Например цената на собствения капитал е пропуснатата лихва или печалба от него, цената на

акционерния капитал е възвръщаемостта му, а цената на привлечения капитал е лихвата. Всъщност лихвата се приема за универсална цена на капитала.

Малко по-трудно се определя цената на акционерния капитал, поради факта, че акцията има различни стойности – номинална, емисионна, пазарна, балансова. Освен това може да се вземе решение да не се изплащат дивиденди на акционерите, а печалбата да се капитализира, т.е. вложи в дейността. Според В. Стоянов най-точното изчисляване на цената, т.е. възвръщаемостта на акционерния капитал е като се отчита пазарната стойност на акцията и нейния дивидент, както и разходите по пласмента на акциите и тази част от печалбата, която се насочва към резервния фонд и се капитализира.

$$(1) \quad C = \frac{D}{(M - c)} \times (100 + \delta), \text{ където}$$

$C$  е възвръщаемостта на акционерния капитал по пазарна стойност;

$D$  – дивидента, който се разпределя;

$M$  – пазарната стойност на акцията;

$c$  – са разходите по пласмента на една акция;

$\delta$  – неизплатеният дивидент, който се капитализира.

Ако лечебното заведение е взело няколко кредита при различни лихвени условия, се изчислява **средната цена** на привлечения капитал. Стойността на следваща единица допълнителен капитал се определя като **пределна** или **маргинална цена**. Целта на здравния мениджър е да осигури допълнителен капитал при по-ниска от средната цена.



### 3. Структура на капитала

Капиталовата структура също е една от основните компетенции на финансовия мениджър и също е свързана с формирането на едно или друго ниво на капиталовите разходи на една или друга възвръщаемост на свободния капитал, на едно или друго равнище на финансовите резултати. Капиталовата структура представлява съвкупност от източниците за дългосрочно финансиране и съотношението между тях. Тези дългосрочни източници са собствен капитал и дългосрочните задължения на фирмата. Собственият капитал обхваща основния капитал респективно резервите, печалбата от минали периоди. Част от основния капитал на дружеството е акционерния капитал, който е свързан с определен риск на притежателите на акции, който е резултат от няколко обстоятелства. Преди всичко финансовото състояние на дружеството и провежданата от него политика но също така и от риска на собственика, т.е. кредиторите имат приоритет при плащанията, а също и привилегированите акционери в периоди на финансови затруднения или при ликвидация на дружеството.

Всеки бизнес е неповторим и притежава специфична капиталова структура. За съжаление в здравеопазването все още нямаме достатъчно практика за функциониращи капиталови пазари, за да се дават примери за този отрасъл. Елементите на капиталовата структура са собствения капитал, резервите, печалбата и дълговете. Резервите в определена степен се регламентират нормативно, но предприятието може да формира и допълнителни резерви. Печалбата е резултат от успешен бизнес и може да се използва за всякакви цели. При анализа на капиталовата структура по-специално интересът пада върху неразпределената печалба, т.е. тази, която остава след като бъдат изплатени дивидентите. Привилегированите акции като част от собствения капитал при анализа на капиталовата структура определено се пренебрегват поради ниския им относителен дял.

Собственият капитал присъства във всеки един бизнес включително и в здравеопазването независимо от неговите размери. Когато собственият капитал в капиталовата структура има дял до  $\frac{1}{4}$  се казва, че капиталовата структура е **ниска**. Тогава фирмата може да се окаже в силна зависимост от кредитори или изправена при големи затруднения при привличане на дългосрочен заеман капитал. Когато собственият капитал възлиза до 55% и дори над този процент, бизнесът е автономен, плаща малки лихви, но от гледна точка на цената на капитала това невинаги е най-доброто решение. В практиката преобладава капиталовата структура, в която собственият капитал е от 25 до 55%, т.е. т.нар. „**средна капиталова структура**“, при която рискът е сравнително равномерно разпределен и цената на капитала е сравнително добра. При изграждането на капиталова структура е много важно да се открият фирмите, които влияят върху финансовото състояние, кредитоспособността и ликвидността на фирмата.

Капиталовата структура се характеризира с един важен индикатор:

Тъй като капитала може да има различни източници и цени, във финансовия мениджмънт е важно да се **оптимизира структурата** му. Капиталовата структура се анализира чрез **съотношението между дълг (привлечен капитал) и собствен капитал**. Това съотношение е известно във финансовата литература като **гиъринг** (gearing) в Европа и Великобритания и **лийвъридж** (leverage) – в САЩ и Канада. Най – често се използва формулата:

$$(2) \quad G = \frac{D}{D + E}, \text{ където:}$$

$G$  е гиъринг или лийвъридж;

$D$  – пазарна стойност на привлечения капитал или дълга;

$E$  – пазарна цена на акционерния капитал или собствения капитал.

Счита се, че колкото по-висока е цената на дълга, толкова по-висока трябва да бъде и рентабилността, за да останат повече пари



за изплащане на дивиденди. Следователно това съотношение играе ролята на финансов лост за активизиране на бизнеса и повишаване на неговата рентабилност. Но не бива да се забравя, че ползването на привлечен капитал е изгодно ако нормата на печалбата от здравеопазната дейност е по-висока от лихвата по кредита, т.е. над 10% при съвременните условия на лихвени равнища.

Увеличаването на дългосрочната външна задлъжнялост не може да бъде безгранично. Оптималното ниво на капиталовата структура се достига там, където вече е без значение от какъв източник е допълнителната единица финансиране – собствен или чужд, в смисъл такъв, че чистият доход на една акция не би се получил при допълнително финансиране със собствен капитал ако се изравнява с чистия доход на една акция при финансиране с облигации. При формирането на капиталова структура трябва да се има в предвид, че финансовият мениджър не трябва да се ограничава само до характеристиките, на капиталовия надзор, но трябва да отчита и оперативните характеристики на фирмения бизнес.

Друг важен индикатор характеризиращ наличието на капитал като платежни средства е **ликвидността**.

$$(3) \quad L = \frac{ПС}{З} ,$$

където:  $L$  е ликвидността;

$ПС$  – платежните средства, които могат да включват различни елементи от краткотрайните активи;

$З$  – задълженията, които трябва да се изплащат.

В зависимост от конфигурацията на платежните средства различаваме обща ликвидност, бърза ликвидност, незабавна ликвидност. Също така се разграничава статична и динамична ликвидност (втората отчита ликвидността в бъдеще време – краткосрочно и средносрочно). Ликвидността не бива да се издига в самоцел, тъй като тя противоречи на рентабилността, която е основната цел и на финансовия мениджър на лечебното заведение – търговско дружество.



## 4. Финансов модел

### 4.1. Конструкция

Финансите на фирмата са едно от важните звена на финансовата система. Тази важност произтича от обстоятелството, че почти цялостната финансова система пряко или косвено има за своя основа финансите на фирмите. Финансовата стопанска дейност на фирмите е преди всичко базата за съществуването и функционирането на публичните финанси, на кредита и банковото дело, застраховането, социалното и здравното осигуряване, а в голяма степен и на индивидуалните финанси доколкото една част от населението получава своите финансови средства от трудови правоотношения с фирмите. Както финансите въобще, така и финансите на фирмите се свързват с парите и обикновено се отъждествяват с паричните средства, които произтичат и обслужват дейността им. Изходната позиция на финансовия мениджмънт е **финансовият модел** на фирмата. В световната теория и практика е създаден и се прилага унифициран финансов модел, който е въведен със закона за счетоводството и в българските фирми. Финансовия модел има две страни:

- **статична**, която намира израз в неговата конструкция;
- **динамична**, която е свързана с функционирането на финансовия модел.

а) В бизнеса мениджърите разполагат с две групи активи: дълготрайни и краткотрайни. От това произтичат варианти за тяхното съотношение. То не е еднозначно и се разглежда с нюанси. Възможно е при добрите и успяващи фирми относителното тегло на краткотрайните активи да е ниско. Ударението се постига върху инвестициите, работи се с малко запаси, нормални са вземанията и т.н. Същественото при този вариант е, че мениджърите не са затруднени, тъй като нормалния бизнес поддържа по-ниско тегло на краткотрайните активи. Възможно е и обратното – фирмите, намиращи се в затруднение да боравят с по-високо тегло на краткотрай-



ните активи, тъй като те са бързо ликвидни и дават малък шанс при търсенето на решения за оцеляване на фирмата. Следователно мениджърите са призвани да дирижират съотношението между дълготрайни и краткотрайни активи според конкретни условия.

б) Бизнесът на фирмата се основава върху две групи капитал: собствен и чужд. Съотношението между тях формира капиталовата структура. Тя има три степени: ниска, средна и висока, които с помощта на т.н. капиталов механизъм осигуряват на фирмата печалба, дивиденди и инвестиции.

в) Собственият капитал като условие за формиране и функциониране на фирмата има три части: основен, резерви и печалба. Основният капитал дава представа за възможностите на собственикът на фирмата. Неговото формиране, увеличение или намаление е регламентирано в Търговския закон на РБългария. Резервите са необходима съставка на собствения капитал. Една част от тях се формират по предписание на държавата и чрез тях се гарантират интересите на кредиторите. Освен тях фирмата може да поддържа допълнителни резерви за покриването на загуби, инвестиции, спонсорство и т.н. Съществен елемент на собствения капитал е печалбата. В практиката функционират различни разновидности на печалбата. Те трябва да се познават от всички мениджъри.

#### 4.2. Функциониране на финансовия модел

Финансовият модел функционира в извършваната дейност, която при нас е здравеопазване. Промените в него се подготвят и извършват от мениджъри, собственици, държавата и банките. В най-синтезиран вид те могат да се представят в 4-ри групи:

а) промени водещи до преструктуриране на активите на фирмата. Правят се от мениджъри. Чрез тях се подготвят и реализират определени ефекти в бизнеса. Например: чуждестранна валута се продава и трансформира в левове и чрез тази финансова операция може да се реализира печалба;

б) реципрочни промени – отнасят се до преструктуриране капитала на фирмата. Като правило те се правят от собствениците.



Например: част от печалбата се насочва към резервите. Ефектите тук са по посока на рационализирането на капиталовата структура;

в) най-голямо внимание се отдава на третата група промени, защото те са носители на реалните печалби от бизнеса. В резултат фирмените активи и капиталът на фирмата се увеличават. Постига се чрез многообразието и разнообразието на сделките;

г) при тази група промени става дума за намаляването на активите и на капитала на фирмата. От една страна идва като следствие на губещи сделки, осъществявани от мениджърите. От друга страна тази промяна може да е положителна и да се свързва с насочване на фирмените капитали от собствения капитал към съучастия, задгранични инвестиции, закупуване на нови фирми и други.

### **Въпроси за самоподготовка:**

1. Кои видове капитали са по-характерни в лечебните заведения? Можете ли да сравните едно лечебно заведение с фирма от други браншове?
2. Какви промени настъпват в структурата на капитала и каква е цената на различните видове капитали?
3. Кои са важните индикатори характеризиращи структурата на капитала и наличието на платежни средства?
4. Как функционира финансовия модел на лечебното заведение разгледано като фирма?

### **КЛЮЧОВИ ПОНЯТИЯ:**

**Акции (stocks)** – ценни книги изразяващи дела на отделния притежател на реалния капитал.

**Облигация (bond)** – документ за дълг, който дава право на притежателя регулярно да получава договорен фиксиран доход под



формата на лихва, както и да му се изплати номиналната стойност след падежа.

**Факторинг (factoring)** – форма на финансиране на продажбите, която улеснява доставчиците при пълно изключване на кредитния риск. По-често под факторинг се разбира продажба на дълг на т.н. компания – фактор срещу дисконт (комисиона).

**Гиъринг или ливъридж (gearing, leverage)** – съотношението между дълг (привлечен капитал) и целия капитал (собствен и привлечен), което характеризира структурата на капитала.

**Ликвидност (liquidity)** – способността на организацията да изплати бързо дълга си с наличните платежни средства (краткотрайните активи).

## ЛИТЕРАТУРА

1. Стоянов В., Основи на финансите, том втори, Галик, 1998
2. Коларов Н., Методи на корпоративните финанси, С, 1998
3. Brealey S., Principles of Corporate Finance, International Edition, Fourth Ed., Mc Grawhill Inc., 1991
4. Mc Laney E., Business Finance, Pitman Publ., 1997
5. Megginson W., Theory of Corporate Finance, Harper Collins, 1996