

СТРУКТУРА НА КАПИТАЛА И ТЕОРИЯ НА АСИМЕТРИЧНАТА ИНФОРМАЦИЯ

Докт. Калин Дюлгеров,
катедра „Контрол и анализ на стопанската дейност”,
С.А. „Д. А. Ценов” – Свищов

Резюме: Основен фактор при вземането на решенията от мениджмънта, собствениците и кредиторите на компаниите е тяхната информираност за пазарната стойност на фирмата и за размера на дълга. За да бъдат взети правилните решения, е необходимо общата постановка за капиталовата структура да бъде погледната през призмата на теорията за асиметричната информация, поставяща в центъра си по-добрата информираност на мениджърите. Тази асиметричност дава възможност на по-информираните участници в отношенията между мениджъри, собственици и кредитори да променят данните, по които се изготвя необходимата за вземането на решенията информация.

Ключови думи: капиталова структура, задължения, капитал, асиметричност на информацията, междинни финансови отчети

Вземането на решенията от мениджърите, собствениците и кредиторите на предприятията зависи в голяма степен от наличната информация, с която разполага всеки от тях. Тази информация може да бъде предоставена по такъв начин, че да доведе до отклонения в основни за фирмата фактори, като стойността на дружеството и отношенията между дълг и капитал.

Капиталовата структура на предприятието е компонент от финансовата му структура¹ и се дефинира като съотношение между величините на дългосрочните източници на финансиране на фирмата или като съотношение дълг/собствен капитал и дълг/капитал.

Връзките между величините на задълженията (дълга) и капиталовите величини се изразяват чрез отношенията:

¹ Вж. Колева, Р. Инструменти за анализ и оценка на ефективността на капитала // *Алманах научни изследвания. (Юбилеен алманах) СА „Д. А. Ценов” - Свищов, Свищов, 2006, с. 69-70.*

$$(1) \quad \text{дълг/капитал} = \frac{\text{дълг}}{\text{дълг} + \text{собствен капитал}}$$

$$(2) \quad \text{дълг/собствен капитал} = \frac{\text{дълг}}{\text{собствен капитал}}$$

За критично ниво на капиталовата структура² се смята нивото, при което стойността на дълга не превишава стойността на активите, които могат да бъдат ипотекирани към даден момент.

В научната литература са разработени базисни теории за капиталовата структура, изградени върху предположението за съвършени пазари. Чрез тях са разработени теории отчитащи факторите, влияещи на несъвършенството на пазара.

Съществуват теории, които могат да се разгледат като „влияние на финансовото разстройство върху размера на дълга“³ или като компромисни модели и теория на асиметричната информация.

Финансовото затруднение представлява нарушението на задълженията към кредиторите, просрочвайки плащанията на лихвите и главниците. То се изразява във фалит или във временни затруднения при управлението и функционирането на предприятието. Неговото влияние върху размера на дълга включва в себе си:

- преки разходи от финансово затруднение – свързани с ефектите и разходите от банкрута на фирмата;
- непреки разходи от финансово затруднение – възникващи от нарушения ритъм на работа при започването на процедурата по несъстоятелност;
 - стремеж към поемане на рискови инвестиции;
 - липса на инвестиране във финансово ефективни инвестиции (отказ от инвестиране) – причината за това е, че при банкрут облагодетелстването на кредиторите е за сметка доходността на изгодните инвестиции, което ощетява собствениците;
 - несправедливо обогатяване - скрито разпределение на капитала чрез изплащане на високи дивиденди;
 - печелене на време – представляват действия и инвестиции, чрез които фирмата се запазва в краткосрочен план, но губи значително стойността си в дългосрочен.

Компромисните модели включват в себе си статична теория на

² По Михайлов, М., Митов, К., Колева, Р., Дончева, Л., Анализ на търговския бизнес, Фабер 2012 г, с. 269.

³ Петров, Г.А. и др. Корпоративни финанси: кратък курс, София: Тракия – М, 2012 с. 191-196

капиталовата структура и теория на посредническите отношения⁴.

Статичната теория търси стойността на фирмата с дълг (V_L) като я обвързва със стойността ѝ без дълг (V_U), данъчната изгода от дълга (ТВ) и кризисните разходи (ВС), които включват в себе си преките разходи и косвените (непреки) кризисни разходи. Същите връзки се правят и при финансовото затруднение.

Данъчната изгода (данъчна защита) от дълга представлява съотношението между данъчните тежести върху доходите от собствения капитал и заетите средства.

Връзката между така представените фактори може да се изрази с формулата за стойност на фирмата с дълг:

$$(3) \quad V_L = V_U + TB - BC$$

Критичната точка за нарастване на пазарната стойност е моментът, в който изгодата от нарастващия дълг (ТВ) се изравни с размера на разходите за банкрут на фирмата (ВС).

Друг вариант за търсене на критичната точка в отношението дълг/капитал е теорията на посредническите отношения. Според нея „с нарастването на дела на дълговото финансиране посредническите разходи на собствения капитал намаляват, докато тези на дълга растат“⁵. Тази теория се основава на два типа конфликти на интереси – конфликта мениджъри-собственици и конфликта собственици-кредитори.

В основата на конфликта мениджъри-собственици стои разделението на мениджъри и собственици и поставянето на изгодата на мениджърите пред цялостната изгода за фирмата и собствениците.

Мениджърите постигат своите цели използвайки методите:

- увеличаване и диверсифициране на дейността на фирмата, с цел намаляване на риска от фалит;
- инвестиране и развиване на дейности, за които са необходими лични мениджърски качества;
- действия за „печелене на време“.

За да се намали ефектът от конфликта между мениджъри и собственици, се препоръчва да се повиши обемът на заемния капитал. Целта е чрез намаляване на инвестиционните средства на мениджърите да се повиши тяхната предпазливост поради завишения риск от фа-

⁴ Вачков, Ст. М., Спасова, Е., Йорданов, В., Решения в корпоративните финанси, Варна, Р. И. С., 2011, с. 182-211

⁵ Вачков, Ст. М., Спасова, Е., Йорданов, В., Решения в корпоративните финанси, Варна: Р.И.С., 2011, с.204

лит. Поддържаеме мнението, че така поставеният конфликт на интереси има в основата си на първо място разделението мениджъри-собственици и е неприложим без него. Този конфликт не касае по-голямата част от микропредприятията и част от малките предприятия, където собствениците и мениджърите са едни и същи. Припокриването може да служи и като допълнителен метод за ограничаване на мениджърските рискове, а именно - превръщането на мениджърите в миноритарни собственици. Затова считаме, че по-голяма тежест в теорията на посредническите отношения ще има конфликтът собственици-кредитори.

Конфликтът собственици-кредитори се характеризира най-вече с ограничената отговорност на собствениците при неплатежоспособност на фирмата. „При фирми с неограничена отговорност, като събирателни и командитни дружества, този проблем не съществува, като дългът няма посреднически разходи”⁶. Считаме, че дори дружествата с неограничена отговорност имат своите ограничения в обезпечаването на кредиторите, които зависят от стойността на активите, които могат да бъдат ипотекирани и/или продадени в момента на обезпечение на кредиторите. Липсата на адекватно обезпечение води до задълбочаване на конфликта собственици-кредитори и образуването на посреднически разходи. Основните практики за облагодетелстване на акционерите за сметка на кредиторите са субституцията на активи и отказ от инвестиране. Субституцията на активи представлява пренасочване на инвестиции към високорискови проекти с ниска нетна стойност, което води до повишаване нивото на печалбата, за сметка на загубите на кредиторите. Тази загуба за кредиторите, представлява посреднически разходи на дълга.

Информираните решения на собствениците, кредиторите и мениджърите се базират на достъпната за всеки от тях информация.

Теорията на асиметричната информация се основава на разпределението на информацията между икономическите субекти – мениджъри, собственици и кредитори. Мениджърите разполагат с по-подробна информация за перспективите на фирмата от външните инвеститори и собствениците.

Възможни са две следствия от асиметрия на информацията:

- подценяване стойността на фирмата, защото липсва информация за реалните позитивни перспективи;

⁶ **Вачков**, Ст. М., Спасова, Е., Йорданов, В., Решения в корпоративните финанси, Варна: Р.И.С., 2011, с.206, бел. под линия №28

- надценяване стойността на фирмата, поради липса на информация за влошаващото се състояние на фирмата;

Фирмите с позитивни перспективи ще предпочетат да се финансират с дълг – с цел запазване на позитивния ефект в настоящите собственици, а тези с негативни – с нови емисии на акции, с цел разпределение на негативния ефекти върху новите акционери.

В основата на информираността на мениджърите и собствениците стои истинността на данните, на чиято база се вземат решенията. Смятаме, че данните, получени от обработката на текущата информация, могат да бъдат умишлено или технически манипулирани. Умишлените отклонения се базират на умишлени и информирани действия на мениджмънта и собствениците, с цел заблуждаване на кредиторите. Техническите отклонения представляват отклонения, възникнали на базата на счетоводната политика, нормативната уредба и необходимото време за обработката на документи, което се увеличава с увеличаването на количество и размера на данните. Колкото по-голям е размерът на базите данни, толкова повече време е необходимо за тяхната обработка.

Считаме, че умишлените манипулации могат да се наблюдават както в междинните така и в годишните финансови отчети, а техническите отклонения са характерни предимно за междинните отчети. Поддържаме мнението, че тези отклонения могат да окажат от минимално до съществено влияние върху финансовите отчети, на чиято база кредиторите, контрагентите и собствениците вземат своите решения, като умишлено или следвайки установения ред манипулират информацията в дадения момент и в определени граници.

Асиметричната информираност на собствениците, мениджмънта и кредиторите има решаващо влияние върху реалната стойност на фирмата. Тази асиметричност е пряко свързана с отклоненията в данните (счетоводни, договорни и др.), влияещи върху размера на дълга и капитала в отчетността. Отклоненията могат да доведат до представянето на нереална стойност на фирмата, която да доведе до нейното надценяване или подценяване и изместване на критичните точки на дълга и риска.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Колева, Р.** Инструменти за анализ и оценка на ефективността на капитала // *Алманах научни изследвания. (Юбилеен алманах) СА Д.*

- А. Ценов - Свищов.* Свищов, 2006, с. 69-70.
2. **Михайлов**, М., Митов, К., Колева, Р., Дончева, Л. Анализ на търговския бизнес, Фабер 2012г, ISBN: 978-954-400-663-1, с.269
 3. **Вачков**, Ст. М., Спасова, Е., Йорданов, В. Й., Рафаилов, Д. Решения в корпоративните финанси, Варна : Р. И. С., 2011, ISBN: 978-954-8165-15-0, с. 182-211
 4. **Петров**, Г.А., Райков, Е., Цанкова, Е., Маринков, Г., Костов, И., Шутилова-Йочколовска, К., Главева, М., Георгиева, М., Маринова, Р., Борисова, Р., Радев Р., Петкова, Т. Корпоративни финанси: кратък курс, София: Тракия – М, 2012, ISBN: 978-619-7003-02-4, с.191-196