

ОПТИМИЗАЦИЯ НА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА НА ФИРМИТЕ В БЪЛГАРИЯ (2011) – ТЕХНОЛОГИЯ И ПРАКТИКА

Доц. д-р Андрей Захариев
Катедра „Финанси и кредит“ при СА „Д.А.Ценов“

Резюме: Настоящото изследване си поставя за цел да апробира възможна технология за оптимизиране на капиталовата структура на българските фирми върху основата на емпирични данни към 2011 г. Студията е опит за доразвитие на изследванията в областта на капиталовия мениджмънт в български условия. Реализираната мащабна декапитализация на Българската фондова борса след 2008 г. поставя пред финансовия мениджмънт нови, завишени изисквания при конструирането на първични публични предлагания и поддържане на стойността на акциите на нива, атрактивни за институционалните инвеститори. Емпиричните резултати потвърждават хипотезата за наличие на приложима за българските условия технология за оптимизация на капиталовата структура на фирмите в България.

Ключови думи: капиталова структура, оптимизация, BG40, модел на Гордън, CAPM, EPS, WACC

JEL: G32, G34

OPTIMIZATION OF THE CAPITAL STRUCTURE OF THE COMPANIES IN BULGARIA (2011) – TECHNOLOGY AND PRACTICE

Assoc. Prof. Andrey Zahariev, PhD
Dept. of Finance and Banking at D.Tsenov Academy of Economics

Abstract: The current survey aims to develop a technology for optimization of the capital structure of the Bulgarian firms based on empirical data in 2011. The study is an attempt to enlarge the researches in the field of the capital management under Bulgarian conditions. The resulted massive decapitalization of the Bulgarian stock exchange after 2008 introduce new, increased requirements towards the financial management in both tasks, firstly, in the construction of IPO's, and secondly, in keeping the value of the company's shares on levels, attractive for the institutional investors. The empirical results confirm the hypotheses for the existence of an applicable for the Bulgarian conditions technology for optimization of the capital structure of the Bulgarian firms.

Key words: capital structure, optimization, BG40, Gordon model, CAPM, EPS, WACC

JEL: G32, G34

„Финансовият анализ във фирмата е необходим и задължителен набор от компетенции, които всеки един финансист трябва да владее”¹. Подобна визия за качествата и способностите на съвременните финансиста изисква развитие на адекватни методи за изследване, които да позволят прилагане на теоретичните постижения в емпиричен план. За целите на конструирането на адекватни решения, свързани с дългосрочното финансиране на фирмата, е валидно убеждението, че „капиталовият мениджмънт е част от финансовия мениджмънт”². Съвременният прочит на еволюцията на глобалната финансово-икономическа криза обосновава пряката връзка със спецификата и динамиката на капитала като структура и обем, необходим за осигуряване на бизнеса в неговата цикличност на развитието и пазарна сегментираност.

Настоящото изследване си поставя за **цел** да апробира възможна технология за оптимизиране на капиталовата структура на българските фирми върху основата на емпирични данни към 2011 г. Първоначално във фокуса е поставено акционерно дружество „Българска роза-Севтополис” АД с финансовите си данни към 31.12.2010 г. Технологията за оптимизиране и методите за финансов анализ надграждат обосновки и емпирични свидетелства, развити в Адамов (2003)³, Адамов, Холст и Захариев (2006)⁴, Адамов (2008)⁵ и Адамов, Захариев и колектив (2012)⁶. На втори план е изведен мониторинг на изследвана група публични дружества в посока бизнес риск, максимална печалба на една акция, коефициент бета на акциите и оптимална капиталова структура. Представеният формулен апарат следва концепцията на теории, заслужили Нобелово признание, които имат емпирична трактовка (вж. подр. Адамов, В. и Захариев, А. (2003)⁷, включително и за академични цели.

I. Конструиране на технология за капиталова оптимизация в България

Финансовият профил на публичните дружества в България изисква съобразяване със структурата на акционерния капитал и динамиката на цената на акциите, съобразно предмета на дейност на индустриалния отрасъл на опериране. Във фокуса на настоящата студия е „Българска роза-Севтополис” АД (4BJ/SEVTO) като производител на етерични масла, парфюмерия и козметика, субстанции и лекарствени средства и търговия с тях⁸. В този си пазарен сегмент *дружеството е бенчмарк за отрасъл, определен като носител на относителни предимства за България в международен план*. Акциите на изследваното дружество се търгуват на официален пазар – сегмент „В”. Акционерната структура включва:⁹

¹ Адамов, В. Холст, Дж. и Захариев, А. Финансов анализ. В. Търново, 2006, с. 16.

² Адамов, В. Управление на капиталите във фирмата. В. Търново, 2003, с. 8.

³ Вж. Адамов, В. Цит. съч.

⁴ Вж. Адамов, В., Холст, Дж. и Захариев, А. Цит. съч., с. 55-218.

⁵ Вж. Адамов, В. Детерминанти на капиталовата структура на български публични компании.// Народно стопански архив. Бр. 1, 2008, с. 8-19.

⁶ Вж. Адамов, В., Захариев, А. и колектив. – Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата. – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012.

⁷ Вж. Адамов, В. и Захариев, А. Управление на капиталите във фирмата (Свитьк с изпитни материали), Свищов, АИ „Ценов”, 2003.

⁸ <http://www.infostock.bg/infostock/control/profile/SEVTO>

⁹ Пак там.

Акционер:	Притежаван дял:
„Софарма” АД	49.99%
Други юридически лица	23.70%
„Телсо” АД	9.99%
Физически лица	9.71%
Универсален пенсионен фонд Доверие	6.61%



Пазарното представяне на акциите на дружеството за периода 13.XII.2010-12.XII.2011 е негативно в размер на минус 7,41%, съпоставено с минус 15,82% за индекса SOFIX. Концепцията за финансовия синтез на баланса позволява (таблица 1) прилагане на технология за модификация на счетоводния баланс с извеждане на компонентите на дългосрочно финансиране – *собствен капитал и дълг*. Употребата на капиталовите ресурси е фокусирана в дълготрайни активи и текущи активи, финансирани с нетекущи пасиви и собствен капитал.

Таблица 1

I. Модифициран баланс на „Българска роза-Севтополис” АД (4BJ / SEVTO) към 31.12.2010 г. (1)					
АКТИВИ			ПАСИВИ		
№	Позиция	Сума в лв.	№	Позиция	Сума в лв.
1.	Нетекущи активи	19374000	1.	Акционерен капитал	12066000
2.	Текущи активи, финансирани с нетекущи пасиви	3544000	2.	Резерви	3273000
			3.	Неразпределена печалба от минали години	4764000
			4.	Нетекущи пасиви	2815000
	ОБЩО АКТИВИ, финансирани с нетекущи пасиви и собствен капитал	22918000		ОБЩО ПАСИВИ:	22918000

В технологичен план *начален етап* на оптимизацията на капиталовата структура на български публични дружества е *модифицирането на отчетните балансови данни* в пасив, основан върху дългосрочното (капиталово и нетекущо) финансиране (таблица 1) с извеждане позициите на акционерния капитал и неразпределените печалби (таблица 2). Целта е да се игнорират записванията, резултат от преоценки и други счетоводни техники за ревалоризация.

Таблица 2

II. Модифициран баланс на „Българска роза-Севтополис“ АД (4BJ / SEVTO) към 31.12.2010 г. (2)					
АКТИВИ			ПАСИВИ		
№	Позиция	Сума в лв.	№	Позиция	Сума в лв.
1.	Нетекущи активи	19374000	1.	Акционерен капитал	12066000
2.	Текущи активи, финансирани с нетекущи пасиви	-2544000	2.	Резерви	0
			3.	Неразпределена печалба от минали години	4764000
			4.	Нетекущи пасиви	0
	ОБЩО АКТИВИ:	16830000		ОБЩО ПАСИВИ:	16830000

Ключов *втори етап* в настоящата оптимизационна технология е *синтезът на отчета за приходите и разходите* (таблица 3) за период от последните три приключени години. Намерението е да се формира, чрез реални годишни отчетни данни, структуриране на приходите и разходите, базирано върху развитието на три сценария – песимистичен (25%), реалистичен (50%) и оптимистичен (25%).¹⁰

Таблица 3

III. ОТЧЕТ ЗА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ НА „Българска роза-Севтополис“ АД					
Позиции:		Сума в х. лв.	Позиции:		Сума в х. лв.
Разходи по икономически елементи			Амортизации (условно постоянни разходи-УПР)		
	2010	13210,00		2010	740,00
	2009	11971,00		2009	736,00
	2008	12518,00		2008	606,00
Средногодишен размер на РИЕ:		12566,33	Средногодишен размер на УПР:		694,00
Променливи разходи-VE (РИЕ-УПР)			Нетни приходи от продажби (S)		
	2010	12470,00		2010	17046,00
	2009	11235,00		2009	15291,60
	2008	11912,00		2008	15561,60

¹⁰ Заб. За целите на апробирането на модела данните за нетните приходи от продажби (S) на изследваното дружество са целево завишени с 20%.

Средногодишен размер на променливите разходи:	11872,33	Средногодишен размер на S:	15966,40
Дял на VE в S:	74,36%	Размер на данък печалба (T):	10%
Модифицирана печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ):		Вероятностни сценарии за ЕВИТ:	
2010	3676,90	Песимистичен:	25%
2009	3227,04	Реалистичен:	50%
2008	3296,27	Оптимистичен:	25%

Общият брой акции, прилагани в технологията за капиталова оптимизация на „Българска роза-Севтополис” АД, е 12,065 424 млн. при печалба и дивидент на една акция в размер на 0,27 лв. (таблица 4).

Таблица 4

IV. ДРУГИ ФИНАНСОВИ ДАННИ ЗА „Българска роза-Севтополис” АД					
1.	Номинална стойност на една акция	1,00	3.	Печалба на акция (реалистичен сценарии)-EPS:	0,27
2.	Счетоводна стойност на една акция	1,39	4.	Дивидент на акция (реалистичен сценарии)-DPS:	0,27
	Брой акции	12065424			
	Собствен капитал, съгл. таблица 2.	16830000			

Зс целите на оптимизационната технология приемаме, че дружеството прилага политика на цялостно изплащане като дивиденти на всички печалби, т.е. EPS=DPS. От изследваните данни е видно, че счетоводната стойност превишава 1,39 пъти номиналната стойност на една акция, определена след втория етап на модификацията на финансовия синтез на баланса на фирмата.

Първоначалното синтезиране на данни от баланса и отчета за приходите и разходите е основа за провеждане на *третия етап от технологията за капиталова оптимизация* – максимализацията на печалбата за една акция (EPS) и калкулирането на бизнес риска. Максимализацията на EPS на „Българска роза-Севтополис” АД следва три основни допускания: 1) заема се дългов капитал със стъпка през 5% от капитала при безлостова структура; 2) заемането на външен капитал се извършва чрез замяна на акции за облигации (сумата на актива остава непроменена); 3) има таван за съотношението „Дълг/Активи” от 70% или до инкасиране на загуба от поемането на прекомерен дълг. *В резултат на емпиричния анализ се установява валидна за българските публични компании към 2011 г. лихвена крива, формирана при $\alpha=2,39\%$ ¹¹ и $\beta=25,52\%$.* Размерът на „алфа” се получава по данни от изданието „Държавен дълг” на Министерството на финансите за постигнатата доходност по едногодишните ДЦК на декемврийския аукцион през 2010 г.¹²

¹¹ Държавен дълг (месечен бюлетин). Министерство на финансите, 2010, декември, с. 7.

¹² <http://www.minfin.bg/bg/statistics/1>

Андрей Захариев

За извеждането на коефициента „бета“ и конструиране на дълговосъобразена лихвена крива се синтезират финансови данни за български публични дружества с характер на бенчмарк за българската икономика (Таблица 5). Чрез съпоставяне между тригодишни усреднени данни за разходите за лихви от отчета за приходите и разходите със съвкупния размер на текущите и нетекущите задължения по банкови заеми се получава размерът на лихвения процент, при който се финансира всяко от дружествата. Допълнително се калкулира средно за периода значение на отношението „Дълг/активи“.

Таблица 5

„Софарма“ АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	8599000	6721000	6169000	7163000,00
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	71826000	53054000	101783000	75554333,33
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	58225000	24606000	3929000	28920000,00
Общо задължения към ТБ:	130051000	77660000	105712000	104474333,33
Цена на кредита	0,066120214	0,08654391	0,05835667	0,07
Активи:	378978000	405236000	464731000	416315000,00
D/A	0,3431624	0,19164141	0,22746922	0,25
„Албена“ АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	8583000	4200000	3119000	5300666,67
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	112959000	98874000	88124000	99985666,67
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	13749000	12239000	10936000	12308000,00
Общо задължения към ТБ:	126708000	111113000	99060000	112293666,67
Цена на кредита	0,067738422	0,03779936	0,03148597	0,05
Активи:	455585000	464379000	460003000	459989000,00
D/A	0,278121536	0,23927223	0,21534642	0,24
„Неохим“ АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	1682000	1058000	1725000	1488333,33
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	10274000	6221000	2472000	6322333,33
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и	0	20276000	8489000	9588333,33

Андрей Захариев

небанкови финансови институции				
Общо задължения към ТБ:	10274000	26497000	10961000	15910666,67
Цена на кредита	0,16371423	0,03992905	0,15737615	0,12
Активи:	162878000	156549000	142636000	54021000,00
D/A	0,063077887	0,16925691	0,07684596	0,10
„М+С хидравлик” АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	688000	419000	297000	468000,00
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	4685000	3625000	2566000	3625333,33
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	2741000	1860000	1881000	2160666,67
Общо задължения към ТБ:	7426000	5485000	4447000	5786000,00
Цена на кредита	0,092647455	0,07639015	0,0667866	0,08
Активи:	55633000	50141000	56848000	54207333,33
D/A	0,133481926	0,10939152	0,07822615	0,11
„Каолин” АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	2268000	2385000	3178000	2610333,33
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	38678000	38678000	38678000	38678000,00
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	19129000	29846000	29976000	26317000,00
Общо задължения към ТБ:	57807000	68524000	68654000	64995000,00
Цена на кредита	0,039234003	0,03480532	0,04629009	0,04
Активи:	197060000	219749000	218759000	211856000,00
D/A	0,293347204	0,3118285	0,31383395	0,31
„Монбат” АД	2008	2009	2010	Средно:
Разходи за лихви от ОПР	1391000	1385000	1941000	1572333,33
1. Нетекущи задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	21477000	19291000	15691000	18819666,67
2. Текущи задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	5867000	17566000	24229000	15887333,33
Общо задължения към ТБ:	27344000	36857000	39920000	34707000,00
Цена на кредита	0,050870392	0,03757767	0,04862224	0,05
Активи:	152250000	182535000	193563000	176116000,00
D/A	0,179599343	0,20191744	0,20623776	0,20

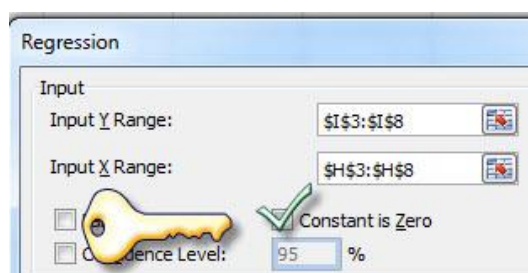
Андрей Захариев

Така развитите емпирични профили на дългово финансиране се структурират в табличен вид (Таблица 6) и се подлагат на регресионно моделиране чрез *Data Analysis Tools* на MS Excel.

Таблица 6

Публично дружество	D/A	Лихвен % по D
„Софарма” АД	0,254091	7,03%
„Албена” АД	0,244247	4,57%
„Монбат” АД	0,195918	4,57%
„М+С хидравлик” АД	0,107033	7,86%
„Каолин” АД	0,306337	4,01%
„Неохим” АД	0,103060	12,03%

Поради намирането на коефициента алфа за целите на зависимостта за извеждане на конкретните стойности на лихвения процент за тестваните нива D/A се задава нулева стойност за „алфа” в регресионно извежданото уравнение от данните от таблица 6¹³. Получените резултати потвърждават наличието на статистическа значимост при интервал на доверителност от 94% (таблица 7) и позволяват заместване във формулата за извеждане на лихвената крива, където към данните за „алфа” от аукциона в БНБ се добавят последователно умножаваната по значенията D/A стойност на „бета”, изчислена от емпиричния анализ на 6-те бенчмарк публични дружества. Обоснованият подход позволява получаване стойностите на колона (5) от Таблица 8.



Фигура 1. Регресионно извеждане на коефициент „бета”

Таблица 7

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,7602095
R Square	0,5779186
Adjusted R Square	0,3779186
Standard Error	0,0514775
Observations	6

¹³ За целта се изисква маркиране на позицията Constant is Zero, съгласно указаното във фигура 1.

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Signifi- cance F</i>
Regression	1	0,018142	0,018142	6,846055	0,059016
Residual	5	0,01325	0,00265		
Total	6	0,031391			

	<i>Coefficient s</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
D/A	0,2552157	0,097541	2,616497	0,047297	0,004479	0,505953

Таблица 8

Брой акции	Акционерен капитал	Размер на дълга	D/A	IR (%)	В хил. лв.
12065424	16 830 000	0	0,00	2,39%	0,00
11462153	15 988 500	841 500	0,05	3,67%	30,85
10858882	15 147 000	1 683 000	0,10	4,94%	83,18
10255610	14 305 500	2 524 500	0,15	6,22%	156,98
9652339	13 464 000	3 366 000	0,20	7,49%	252,26
9049068	12 622 500	4 207 500	0,25	8,77%	369,01
8445797	11 781 000	5 049 000	0,30	10,05%	507,25
7842526	10 939 500	5 890 500	0,35	11,32%	666,95
7239254	10 098 000	6 732 000	0,40	12,60%	848,14
6635983	9 256 500	7 573 500	0,45	13,87%	1050,80
6032712	8 415 000	8 415 000	0,50	15,15%	1274,94
5429441	7 573 500	9 256 500	0,55	16,43%	1520,55
4826170	6 732 000	10 098 000	0,60	17,70%	1787,64
4222898	5 890 500	10 939 500	0,65	18,98%	2076,21
3619627	5 049 000	11 781 000	0,70	20,26%	2386,25

В таблица 9 се калкулира изменението в очакванията за печалба за акция (EPS) в зависимост от финансовия лост. За целта се структурират три вероятностни сценария за развитие на продажбите (S) на фирмата:

Вероятностни тегла	0,25	0,50	0,25
Продажби (S) в хил. лв.	15291,60	15561,60	17046,00

Важно е да се отчете, че печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) не зависи от финансовия лост. Това означава, че и трите анализирани стойности за ЕБИТ остават непроменени независимо от това, какъв е делът на дълговото в общото финансиране (първи раздел на таблица 9). Във втория и следващите раздели от таблицата се анализира финансовият резултат за фирмата при различните нива на дългово финансиране. Допълнително се изчисляват:

- очакваната печалба за една акция (EPS);
- стандартното отклонение на очакваната печалба (σ_{EPS});
- коефициентът на вариация по отношение на EPS (CV_{EPS}):

$$CV_{EPS} = \sigma_{EPS}/EPS \quad (1)$$

Таблица 9

I. Калкулиране на ЕБИТ			
Вероятностни тегла	0,25	0,50	0,25
Продажби (S)	15291,60	15561,60	17046,00
Фиксирани текущи разходи	694,00	694,00	694,00
Променливи текущи разходи (% от S)	11370,56	11571,33	12675,10
Общо текущи разходи	12064,56	12265,33	13369,10
Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	3227,04	3296,27	3676,90
II. Ситуация при D/A = 0%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	0,00	0,00	0,00
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	3227,04	3296,27	3676,90
Данъци	322,70	329,63	367,69
Чиста печалба (NI)	2904,33	2966,64	3309,21
Печалба на акция (EPS)	0,24	0,25	0,27
Очаквана EPS		0,25	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,01	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,05	
III. Ситуация при D/A = 5%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	30,85	30,85	30,85
Печалба преди данъците (ЕБТ)	3196,19	3265,42	3646,05
Данъци	319,62	326,54	364,60
Чиста печалба (NI)	2876,57	2938,88	3281,44
Печалба на акция (EPS)	0,25	0,26	0,29
Очаквана EPS		0,26	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,01	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,05	
IV. Ситуация при D/A = 10%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	83,18	83,18	83,18
Печалба преди данъците (ЕБТ)	3143,86	3213,09	3593,72
Данъци	314,39	321,31	359,37
Чиста печалба (NI)	2829,47	2891,78	3234,35
Печалба на акция (EPS)	0,26	0,27	0,30
Очаквана EPS		0,27	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,01	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,05	
V. Ситуация при D/A = 15%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	156,98	156,98	156,98
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	3070,06	3139,29	3519,92
Данъци	307,01	313,93	351,99
Чиста печалба (NI)	2763,05	2825,36	3167,92
Печалба на акция (EPS)	0,27	0,28	0,31
Очаквана EPS		0,28	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,06	

VI. Ситуация при D/A = 20%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	252,26	252,26	252,26
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	2974,78	3044,01	3424,64
Данъци	297,48	304,40	342,46
Чиста печалба (NI)	2677,30	2739,61	3082,17
Печалба на акция (EPS)	0,28	0,28	0,32
Очаквана EPS		0,29	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,06	
VII. Ситуация при D/A = 25%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	369,01	369,01	369,01
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	2858,02	2927,25	3307,88
Данъци	285,80	292,73	330,79
Чиста печалба (NI)	2572,22	2634,53	2977,09
Печалба на акция (EPS)	0,28	0,29	0,33
Очаквана EPS		0,30	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,06	
VIII. Ситуация при D/A = 30%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	507,25	507,25	507,25
Печалба преди данъците (ЕБТ)	2719,79	2789,02	3169,65
Данъци	271,98	278,90	316,96
Чиста печалба (NI)	2447,81	2510,12	2852,68
Печалба на акция (EPS)	0,29	0,30	0,34
Очаквана EPS		0,31	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,06	
IX. Ситуация при D/A = 35%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	666,95	666,95	666,95
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	2560,08	2629,31	3009,94
Данъци	256,01	262,93	300,99
Чиста печалба (NI)	2304,07	2366,38	2708,95
Печалба на акция (EPS)	0,29	0,30	0,35
Очаквана EPS		0,31	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,07	
X. Ситуация при D/A = 40%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	848,14	848,14	848,14
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	2378,90	2448,13	2828,76
Данъци	237,89	244,81	282,88
Чиста печалба (NI)	2141,01	2203,32	2545,88
Печалба на акция (EPS)	0,30	0,30	0,35
Очаквана EPS		0,31	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,07	

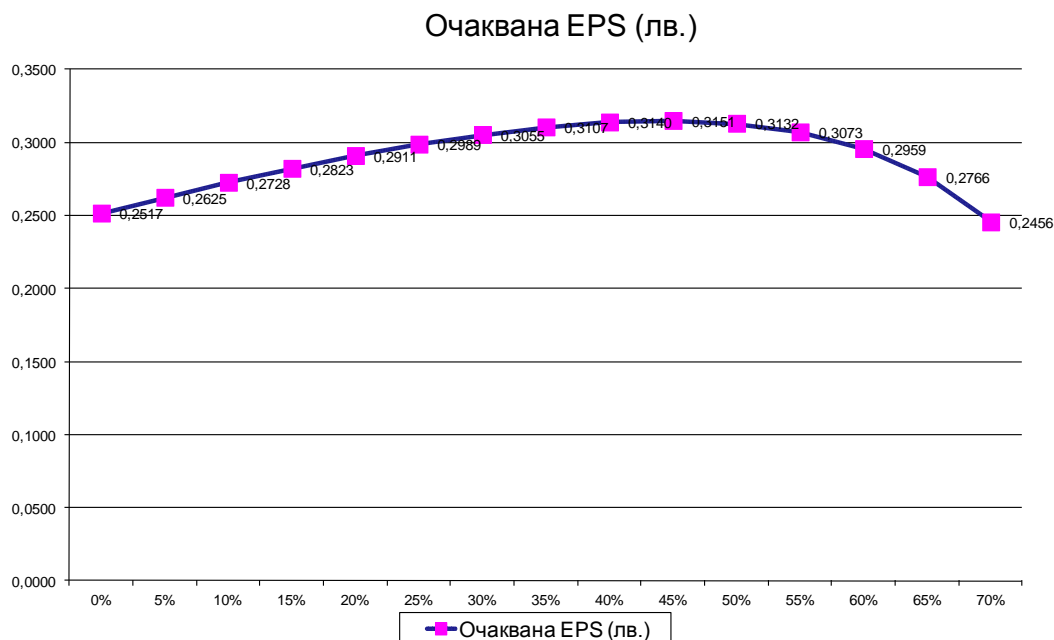
XI. Ситуация при D/A = 45%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	1050,80	1050,80	1050,80
Печалба преди данъците (ЕБТ)	2176,24	2245,47	2626,09
Данъци (40%)	217,62	224,55	262,61
Чиста печалба (NI)	1958,61	2020,92	2363,48
Печалба на акция (EPS)	0,30	0,30	0,36
Очаквана EPS		0,32	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,02	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,08	
XII. Ситуация при D/A = 50%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	1274,94	1274,94	1274,94
Печалба преди данъците (ЕБТ)	1952,10	2021,33	2401,96
Данъци	195,21	202,13	240,20
Чиста печалба (NI)	1756,89	1819,20	2161,76
Печалба на акция (EPS)	0,29	0,30	0,36
Очаквана EPS		0,31	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,03	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,08	
XIII. Ситуация при D/A = 55%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	1520,55	1520,55	1520,55
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	1706,48	1775,72	2156,34
Данъци	170,65	177,57	215,63
Чиста печалба (NI)	1535,84	1598,14	1940,71
Печалба на акция (EPS)	0,28	0,29	0,36
Очаквана EPS		0,31	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,03	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,10	
XIV. Ситуация при D/A = 60%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	1787,64	1787,64	1787,64
Печалба преди данъците (ЕБТ)	1439,39	1508,63	1889,25
Данъци	143,94	150,86	188,93
Чиста печалба (NI)	1295,45	1357,76	1700,33
Печалба на акция (EPS)	0,27	0,28	0,35
Очаквана EPS		0,30	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,03	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,11	
XV. Ситуация при D/A = 65%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	2076,21	2076,21	2076,21
Печалба преди данъците (ЕБТ)	1150,83	1220,06	1600,69
Данъци	115,08	122,01	160,07
Чиста печалба (NI)	1035,74	1098,05	1440,62
Печалба на акция (EPS)	0,25	0,26	0,34
Очаквана EPS		0,28	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,04	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,14	

XV. Ситуация при D/A = 70%			
ЕБИТ	3227,04	3296,27	3676,90
Минус: Лихви	2386,25	2386,25	2386,25
Печалба, преди данъците (ЕБТ)	840,78	910,02	1290,64
Данъци	84,08	91,00	129,06
Чиста печалба (NI)	756,70	819,01	1161,58
Печалба на акция (EPS)	0,21	0,23	0,32
Очаквана EPS		0,25	
Стандартно отклонение на EPS (σ_{EPS})		0,04	
Коефициент на вариация (CV_{EPS})		0,18	

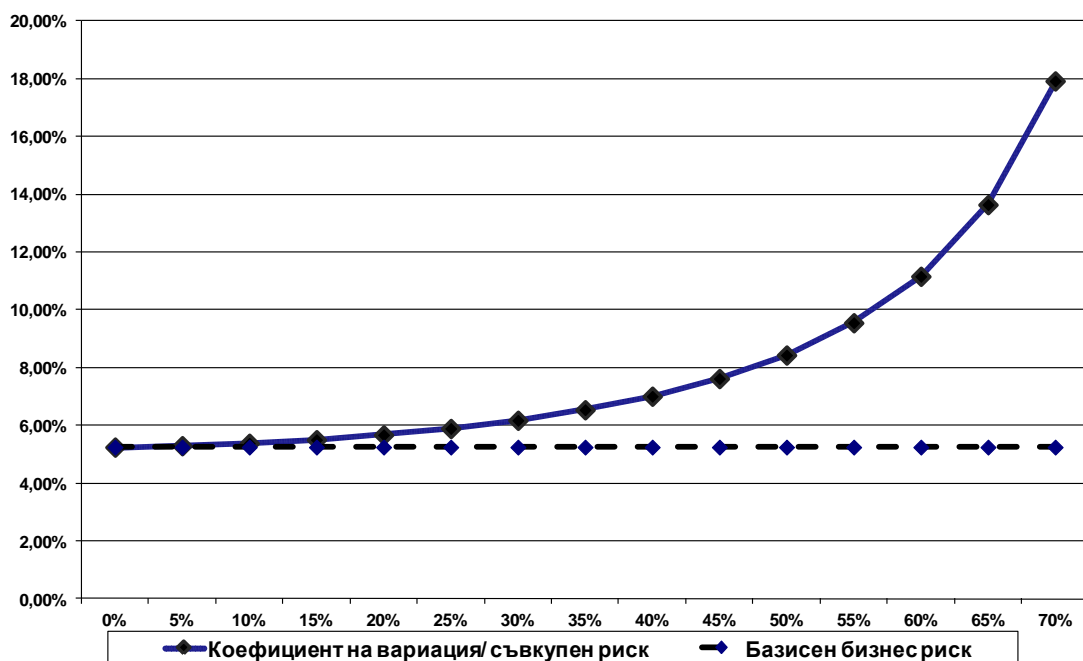
Чрез резултативна таблица 10 се извеждат **синтезиран профил на максимализацията на печалбата на една акция, базисният бизнес риск** (за безлостова капиталова структура) и **допълнителният финансов риск от включване на дълга в капиталовата структура**. Максимализацията на очакваната EPS на „Българска роза-Севтополис” АД достига позитивен връх от 0,315 лв. за акция при D/A=45%. Стандартното отклонение на печалбата се развива в границите от 0,0132 лв. при D/A=0% до 0,044 лв. при D/A=70%. Базисният бизнес риск е в размер на 5,25% при безлостова капиталова структура. Съвкупният бизнес риск, включващ и компонентата на допълнителния финансов риск, преминава през 7,01% при D/A=40% и достига 12,68% при D/A=70% (фиг. 3 и таблица 10).

Таблица 10

Максимализация на печалбата на една акция, определяне на базисния бизнес риск, допълнителния финансов риск и съвкупния риск на „Българска роза-Севтрополис” АД за 2011 г.					
Отношение „D/A” (%)	Очаквана EPS (лв.)	Стандартно отклонение на EPS	Коефициент на вариация/ съвкупен риск	Базисен бизнес риск	Допълнителен финансов риск
0%	0,2517	0,0132	5,25%	5,25%	0,00%
5%	0,2625	0,0139	5,30%	5,25%	0,05%
10%	0,2728	0,0147	5,38%	5,25%	0,13%
15%	0,2823	0,0155	5,50%	5,25%	0,26%
20%	0,2911	0,0165	5,67%	5,25%	0,42%
25%	0,2989	0,0176	5,89%	5,25%	0,64%
30%	0,3055	0,0189	6,18%	5,25%	0,93%
35%	0,3107	0,0203	6,54%	5,25%	1,29%
40%	0,3140	0,0220	7,01%	5,25%	1,76%
45%	0,3151	0,0240	7,62%	5,25%	2,37%
50%	0,3132	0,0264	8,44%	5,25%	3,19%
55%	0,3073	0,0294	9,55%	5,25%	4,31%
60%	0,2959	0,0330	11,16%	5,25%	5,91%
65%	0,2766	0,0377	13,64%	5,25%	8,40%
70%	0,2456	0,0440	17,93%	5,25%	12,68%



Фигура 2. Максимализация на печалбата на една акция (EPS) на „Българска роза-Севтополис АД”



Фигура 3. Профил на базисния бизнес риск и на допълнителния финансов риск в „Българска роза-Севтополис” АД при различни нива на D/A

Четвъртият и финален етап на развиваната технология за оптимизиране на капиталовата структура на „Българска роза-Севтополис” АД чрез интегриране на техники за оценяване на стойността на дружеството, изисква оценяване на динамиката на пазарното представяне на акциите чрез коефициента бета. Оценките за бета коефициента (β) отразяват обективната

Андрей Захариев

зависимост между възвръщаемостта на актива (r_i) и пазарния портфейл (r_m) при различни величини на финансов лост. Те се извеждат чрез модела за оценка на капиталовите активи (CAPM):¹⁴

$$\beta = \frac{\text{COV}_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (3)$$

$$\text{COV}_{i,m} = \frac{\sum (r_m - \bar{r}_m)(r_i - \bar{r}_i)}{n} \quad (4)$$

$$\sigma_m^2 = \frac{\sum (r_m - \bar{r}_m)^2}{n}, \quad (5)$$

където n е броят наблюдения.

Чрез обработка на публично достъпни данни за борсови котировки на цени на акции се изчислява „бета“ за безлостовата капиталова структура (таблица 11 и фиг. 4). Данните се съобразяват с динамиката в месечните стойности на широкия индекс ВG40.

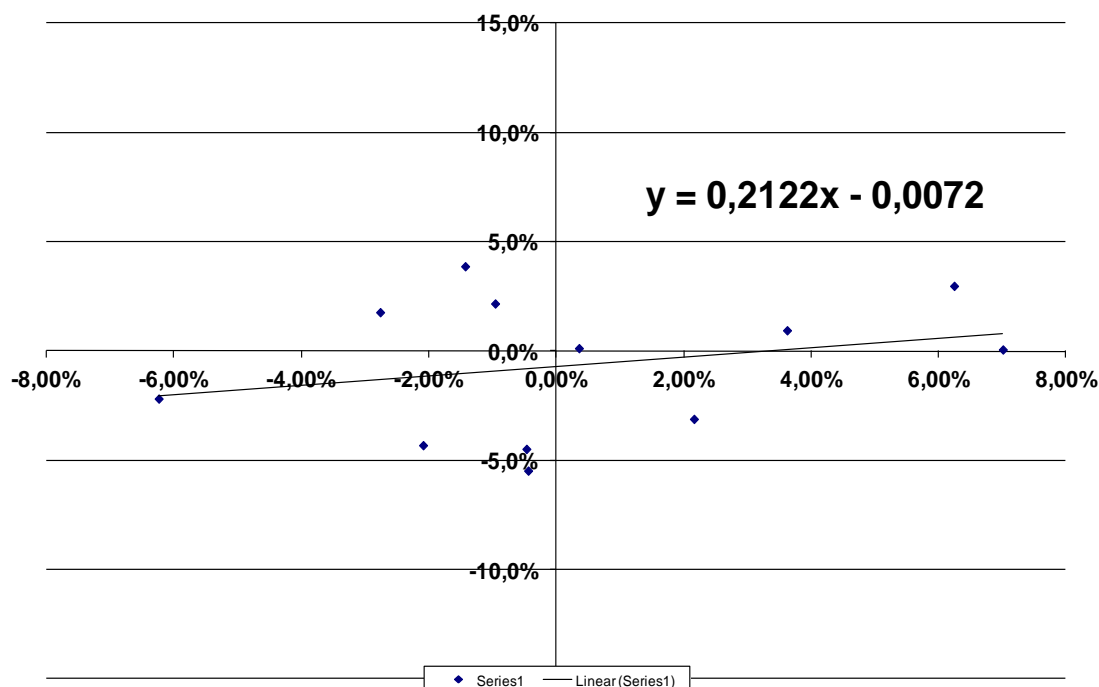
Таблица 11

Месеци	$r_{m,t}$	$r_{i,t}$	$(r_{m,t}-r_{m,t-1})/r_{m,t-1}$	$(r_{i,t}-r_{i,t-1})/r_{i,t-1}$	$r_m - \bar{r}_m$	$(r_m - \bar{r}_m)^2$	$r_i - \bar{r}_i$	$(r_m - \bar{r}_m) \times (r_i - \bar{r}_i)$
1	2	3	4	5	6	7	8	9
ян.10	117,67	1,50						
февр.10	118,09	1,50	0,36%	0,1%	-0,0006	0,0000	0,0076	0,0000
март.10	117,57	1,42	-0,44%	-5,5%	-0,0086	0,0001	-0,0484	0,0004
апр.10	115,89	1,47	-1,43%	3,9%	-0,0185	0,0003	0,0451	-0,0008
май.10	108,66	1,44	-6,24%	-2,2%	-0,0666	0,0044	-0,0154	0,0010
юни.10	106,39	1,38	-2,09%	-4,3%	-0,0251	0,0006	-0,0368	0,0009
юли.10	105,37	1,41	-0,96%	2,2%	-0,0138	0,0002	0,0281	-0,0004
авг.10	111,95	1,45	6,24%	3,0%	0,0583	0,0034	0,0361	0,0021
септ.10	114,37	1,41	2,16%	-3,1%	0,0174	0,0003	-0,0247	-0,0004
окт.10	111,21	1,43	-2,76%	1,8%	-0,0318	0,0010	0,0241	-0,0008
ноем.10	110,69	1,37	-0,47%	-4,5%	-0,0089	0,0001	-0,0385	0,0003
дек.10	114,70	1,38	3,62%	1,0%	0,0321	0,0010	0,0158	0,0005
ян.11	122,74	1,38	7,01%	0,1%	0,0659	0,0043	0,0070	0,0005
		1,42	0,0041744	-0,006292		0,0013		0,00028

¹⁴ Относно модела за оценка на капиталовите активи, неговият формулен апарат (вкл. приложените по-долу формули 3-11), предимства, недостатъци и емпирични трактовки вж. подр. ПЪТЕВ, Пл. и Канарян, Н. Управление на портфейла. АБАГАР, В. Търново, 2008.

Андрей Захариев

Чрез таблица 11 се достига до величина на коефициента бета за акциите на „Българска роза-Севтополис” АД в размер на 0,2122 (при период на анализ на месечни данни януари 2010 – януари 2011).



Фигура 3. Бета коефициент на акциите на „Българска роза-Севтополис” АД спрямо индекса BG40

Изследваните месечни данни за широкия индекс BG40 и акциите на „Българска роза-Севтополис” АД чрез графичен метод в MS Excel потвърждават уравнението на единична регресия с извеждане на стойността за коефициента Бета на акциите:

$$y = 0,2122x - 0,0072 \quad (6)$$

Безрисковият процент на възвръщаемост (k_f) бе определен по-горе и е равен на 2,39%. Възвръщаемостта на пазарния портфейл (k_m) изисква анализ на периодни данни за BG40 (2008-2010 г.), съгласно които се получава нарастване на средногодишния размер на индекса за 2010 спрямо 2009 г. с 15,16%:

	2008	2009	2010
BG40	91,09	117,67	122,74
average=	104,380	120,205	X
k_m =	15,16%		

След заместване в основната формула на модела за оценка на капиталовите активи:

$$k_i = k_f + (k_m - k_f) \beta_i \quad (7)$$

се получават стойностите на изискуемия от акционерите процент на възвръщаемост ($k_s = k_i$), който отговаря на дадената по условие безлостова капиталова

структура. При лийвъриджирания капиталова структура (до ниво $D/A=65\%$) се работи с бета коефициента на собствения капитал (β_s) и се получава съответно (k_s):

$$k_s = k_f + (k_m - k_f)\beta_s \quad (8)$$

Стойностите на k_s за останалите нива на дългово финансиране (колона 5 от таблица 12) се получават чрез заместване във формулата за връзката между бета на i -тия актив (β_i), определена върху основата на пазарните данни и бета на собствения капитал (β_s), с който се финансира този актив:

$$\beta_s = \beta_i \frac{(1-T) \times A_d + A_s}{A_s}, \quad (9)$$

където:

- A_s е делът на активите, финансирани със собствен капитал;
- A_d – делът на активите, финансирани със заеман капитал;
- T – данъчният размер върху печалбата на фирмата.

Оценките за пазарната цена на акциите на „Българска роза-Севтополис АД“ (P_s) се получават от основната формула на модела на М. Гордън за връзката между цената на акциите, дивидентите и процента на възвръщаемост.

$$\hat{P}_0 = \frac{DPS_0}{k_s - g}, \quad (10)$$

където:

- \hat{P}_0 е пазарната оценка на стойността на една обикновена акция в момент t_0 ;
- DPS_0 – размерът на дивидентите за акция през период t_0 ;
- k_s – процентът на възвръщаемост;
- g – процентът на растеж на дивидентите (в примера $g = 0$).

Стойностите за коефициента „Цена/Печалба“ (колона 7) в таблица 12 се получават чрез разделяне на стойностите за цената на една акция (колона 6) върху стойностите на очакваните печалби (колона 3). Последната колона (8) от таблицата представя изчисления за средната претеглена цена на капитала (WACC).

$$WACC = w_d k_d (1-T) + w_s k_s, \quad (11)$$

където:

- w_d и w_s са теглата на финансирането с дълг и обикновени акции;
- $k_d(1-T)$ – следданъчната цена на дълговото финансиране;
- k_d и k_s – цената на финансиране с дълг и обикновени акции.

Чрез таблица 12 се представят обобщени данни от оптимизационния модел за „Българска роза-Севтополис“ АД. Чрез прилагане на технологията за оптимизиране на капиталовата структура се установява, че „Българска роза-Севтополис“ АД достига най-висока стойност на една акция в размер на 5,105 лв. за акция при 15% съотношение дълг/активи. Минималната среднопретеглена стойност на капитала се достига при $D/A=0\%$. Постигането на оптимизация при ниски нива на финансовия лийвъридж е логично в условията на ниска

Андрей Захариев

данъчна тежест в България при прякото облагане на печалбата от 10%. При фискална тежест върху печалбата от 25% моделът дава коригирани резултати, като оптималността се постига при 20% D/A и минимално WACC при 5% D/A. При фискална тежест върху печалбата от 50% моделът коригира оптималността до ниво 25% D/A и минимално WACC при 10% D/A.

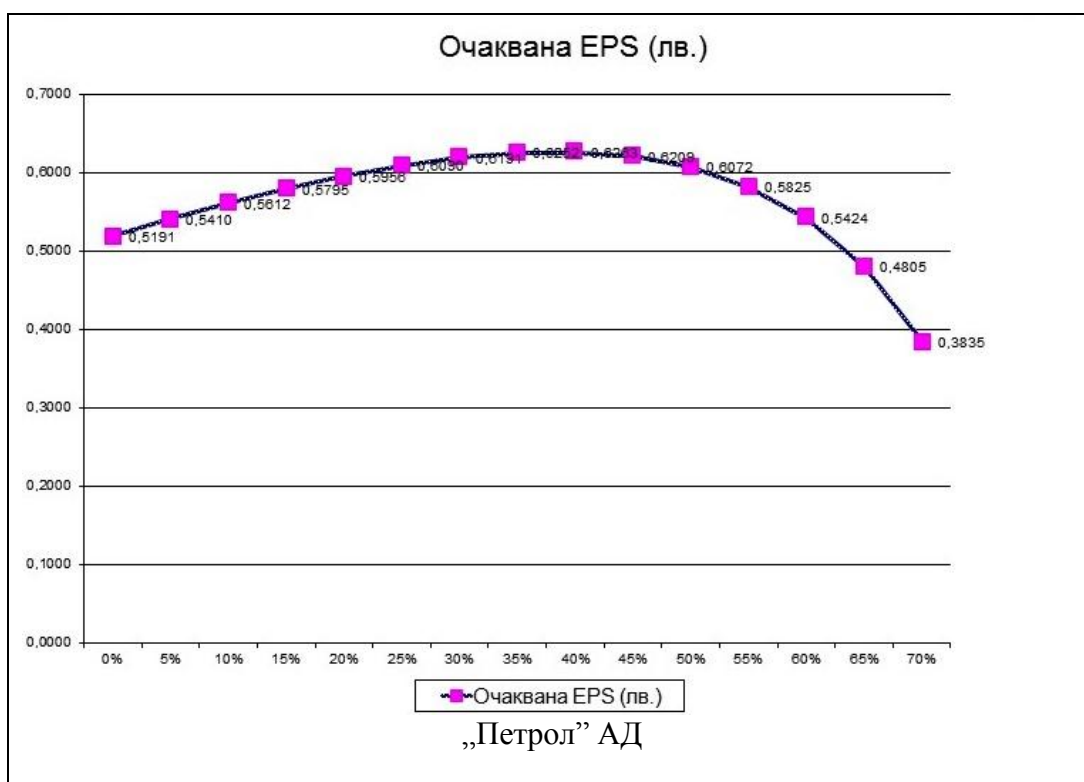
Таблица 12

“D/A”	k_d	Очаквана EPS	Beta _(s)	k_s	Цена	Коефициент “P/E”	WACC
1	2	3	4	5	6	7	8
0%	3,00%	0,25	0,21	5,10%	4,935	19,61	5,1001%
5%	3,67%	0,26	0,22	5,23%	5,021	19,13	5,1320%
10%	4,94%	0,27	0,23	5,37%	5,078	18,62	5,2788%
15%	6,22%	0,28	0,25	5,53%	5,105	18,08	5,5404%
20%	7,49%	0,29	0,26	5,71%	5,098	17,51	5,9168%
25%	8,77%	0,30	0,28	5,91%	5,055	16,91	6,4082%
30%	10,05%	0,31	0,29	6,15%	4,971	16,27	7,0143%
35%	11,32%	0,31	0,32	6,41%	4,844	15,59	7,7353%
40%	12,60%	0,31	0,34	6,73%	4,669	14,87	8,5712%
45%	13,87%	0,32	0,37	7,10%	4,441	14,09	9,5219%
50%	15,15%	0,31	0,40	7,54%	4,154	13,26	10,5874%
55%	16,43%	0,31	0,45	8,08%	3,802	12,37	11,7678%
60%	17,70%	0,30	0,50	8,76%	3,378	11,42	13,0631%
65%	18,98%	0,28	0,57	9,63%	2,873	10,38	14,4731%
70%	20,26%	0,25	0,66	10,79%	2,276	9,27	15,9981%

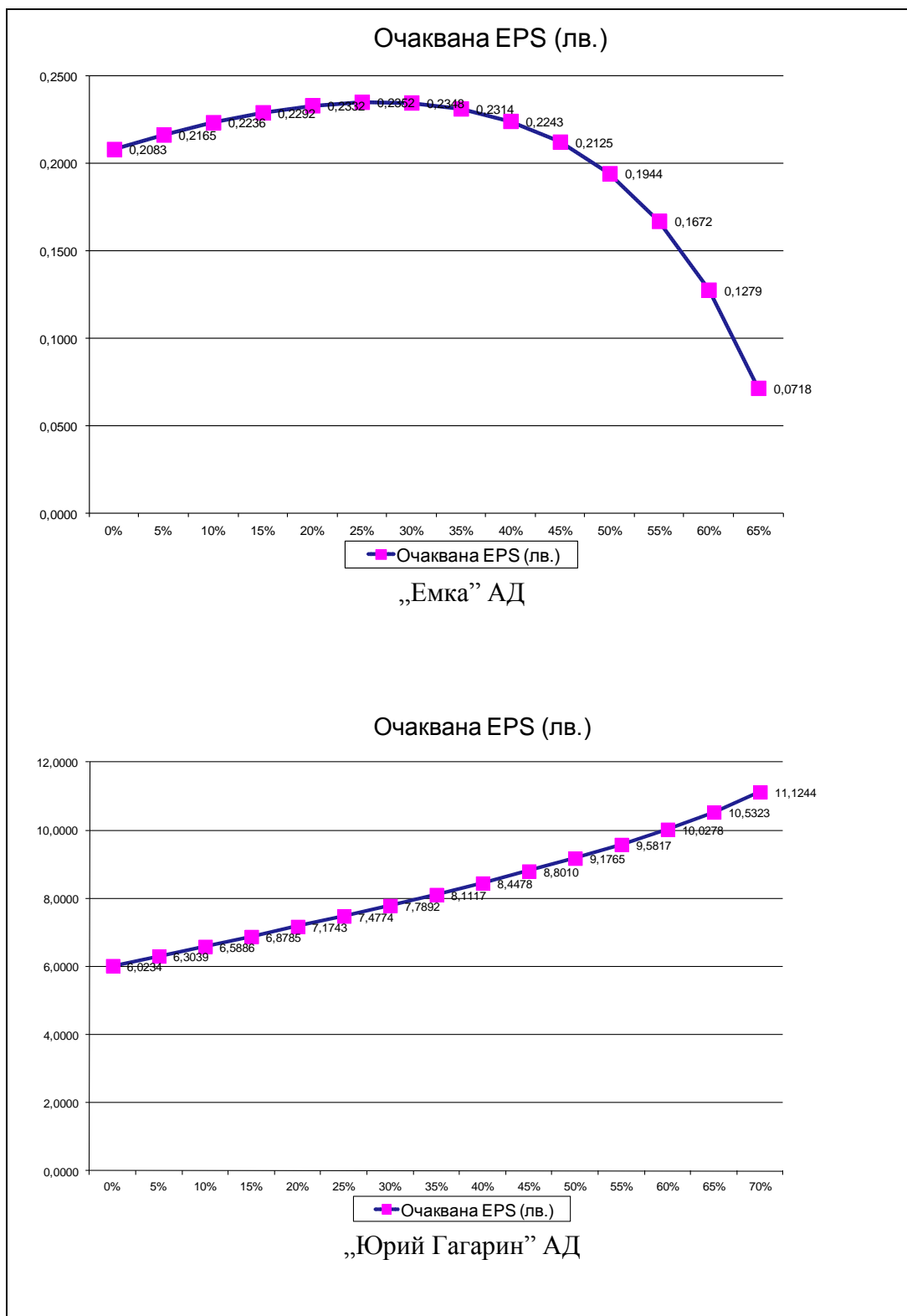
Развитият модел за оптимизиране на капиталовата структура на „Българска роза-Севтополис“ АД от позициите на 2011 г. потвърждава възможностите за вземане на съвременни и ефективни капиталови решения, интегриращи фундаменталния анализ с пазарната капитализация. В условията на криза е очевидно, че политиката на ограничено дългово финансиране е правилна с оглед ниския ефект на финансовия лост при данъчна ставка по Закона за корпоративното подоходно облагане от 10%. Така апробираната технология за оптимизиране е основа за бъдещи практико-приложни изследвания с активно ангажиране на гилдията, работеща в областта на изкуството за управление на парите и креатиране на богатството.

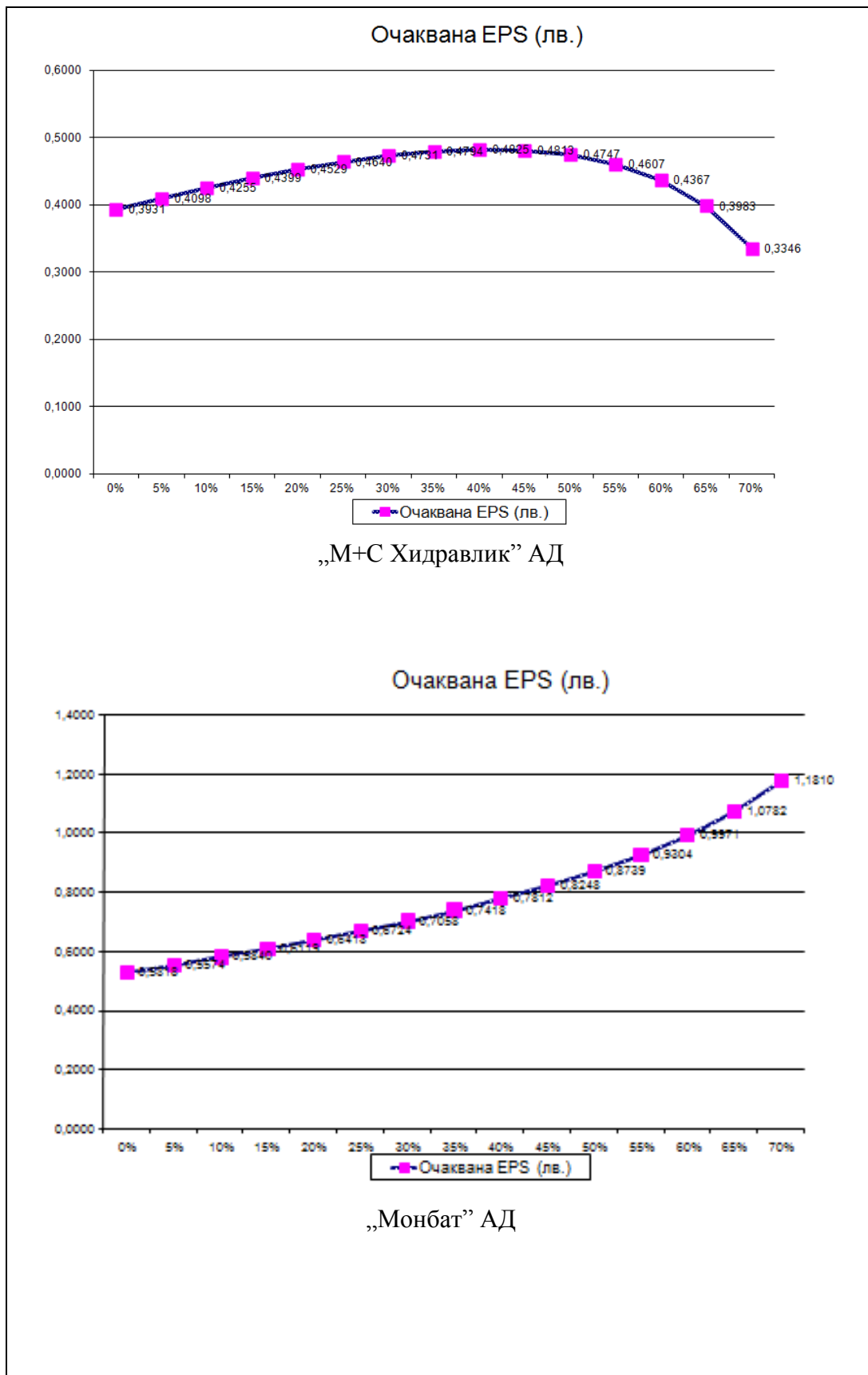
II. Капиталов мониторинг на български бенчмарк публични дружества

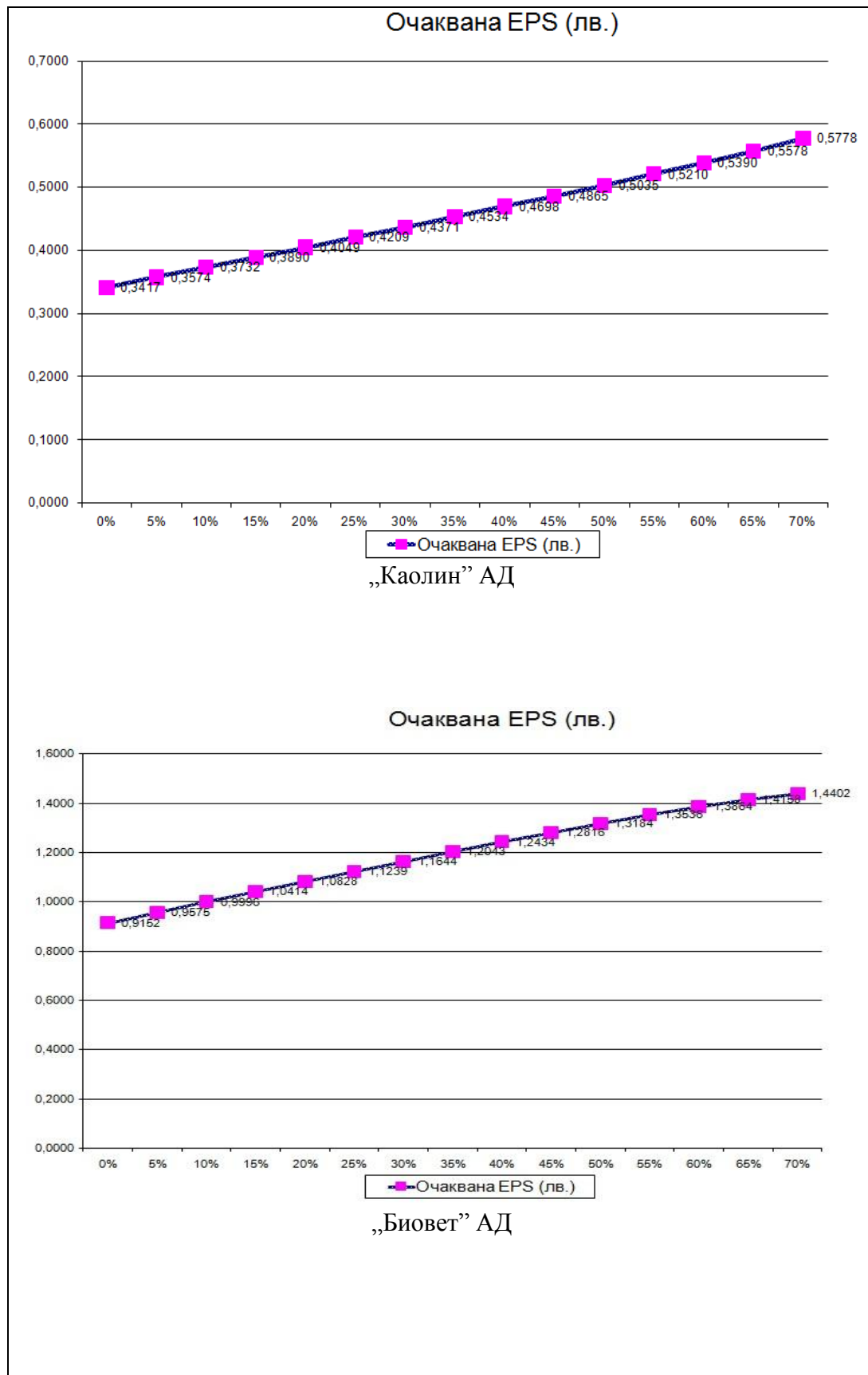
Представеният научно-приложен подход за капиталов мениджмънт на публични дружества в България е апробиран по научноизследователски проект¹⁵ към група от водещи компании, включващи: „Петрол” АД, „Емка” АД, „Юрий Гагарин” АД, „М+С Хидравлик” АД, „Монбат” АД, „Каолин” АД, „Биовет” АД, „Енемона” АД, „Хидравлични елементи и системи” АД, „Софарма” АД, „Албена” АД и „Благоевград” АД. От изследваната група дружества, съгласно фигура 4, „Петрол” АД, „Емка” АД, „М+С Хидравлик” АД, „Албена” АД и „Благоевград” АД имат изпъкнал профил на максимализацията на печалбата на една акция. Останалите дружества имат устойчиво възходяща EPS с увеличаването на съотношението D/A.

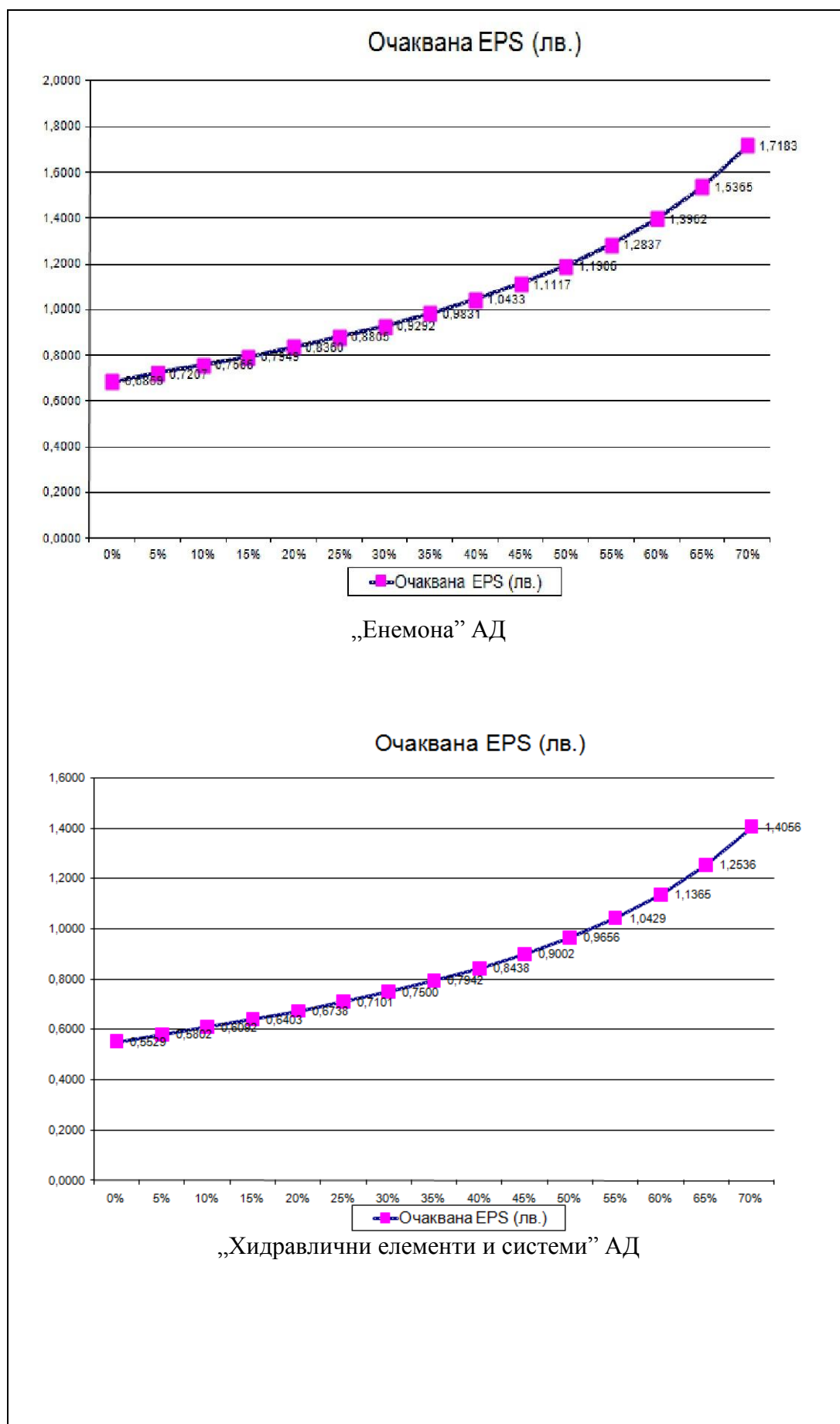


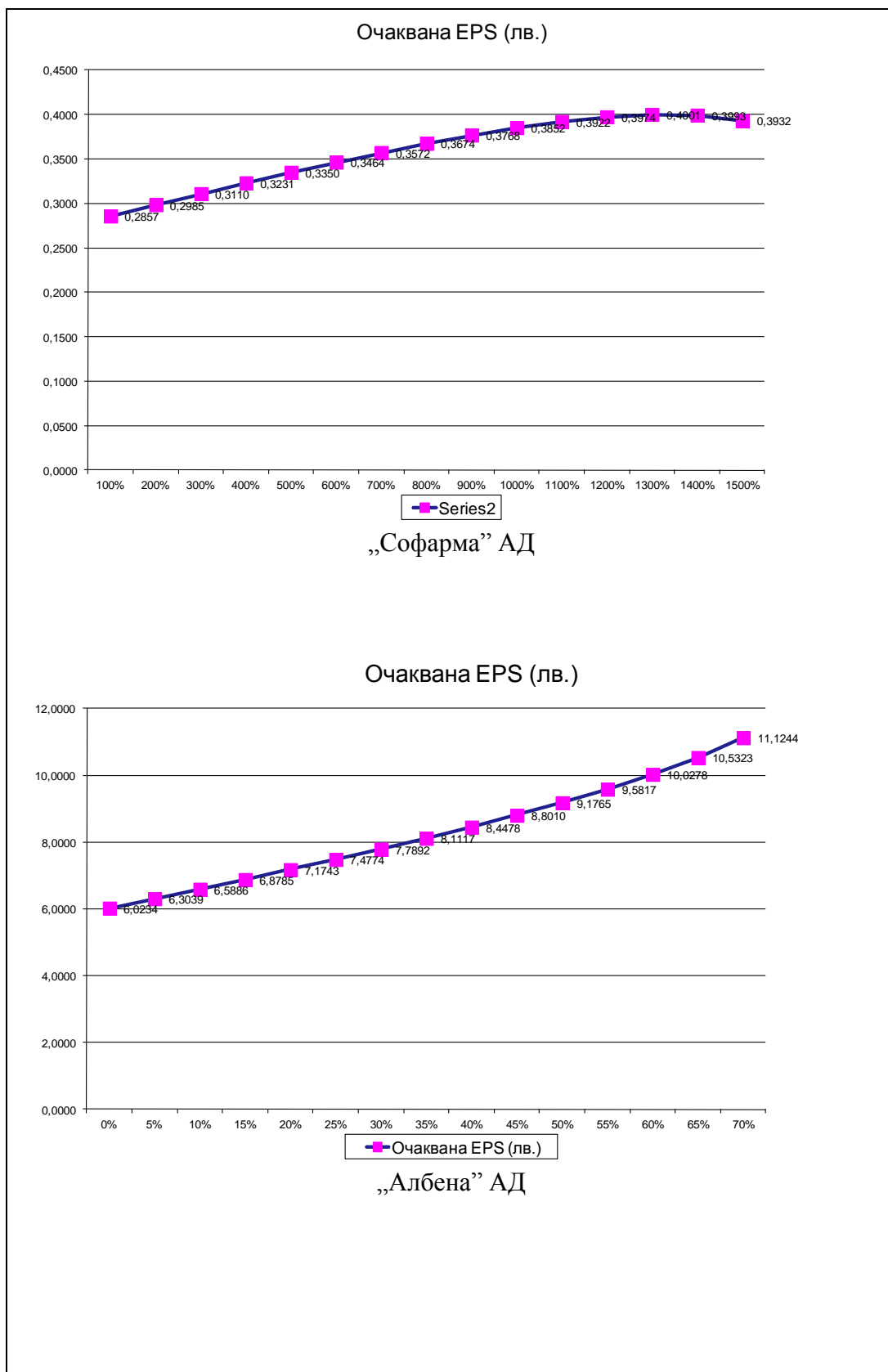
¹⁵ Проект №INZ01/116 на тема „Комплексно осигуряване на научните изследвания и трансфера на знания в областта на икономиката, администрацията и управлението в ОКС „Магистър” и ОНС „Доктор” чрез Център за дистанционно обучение и изследвания” по конкурс „ИНТЕГРИРАНИ НАУЧНИ ЦЕНТРОВЕ В УНИВЕРСИТЕТИТЕ – 2008” при национален фонд „Научни изследвания” към Министерството на образованието, младежта и науката.

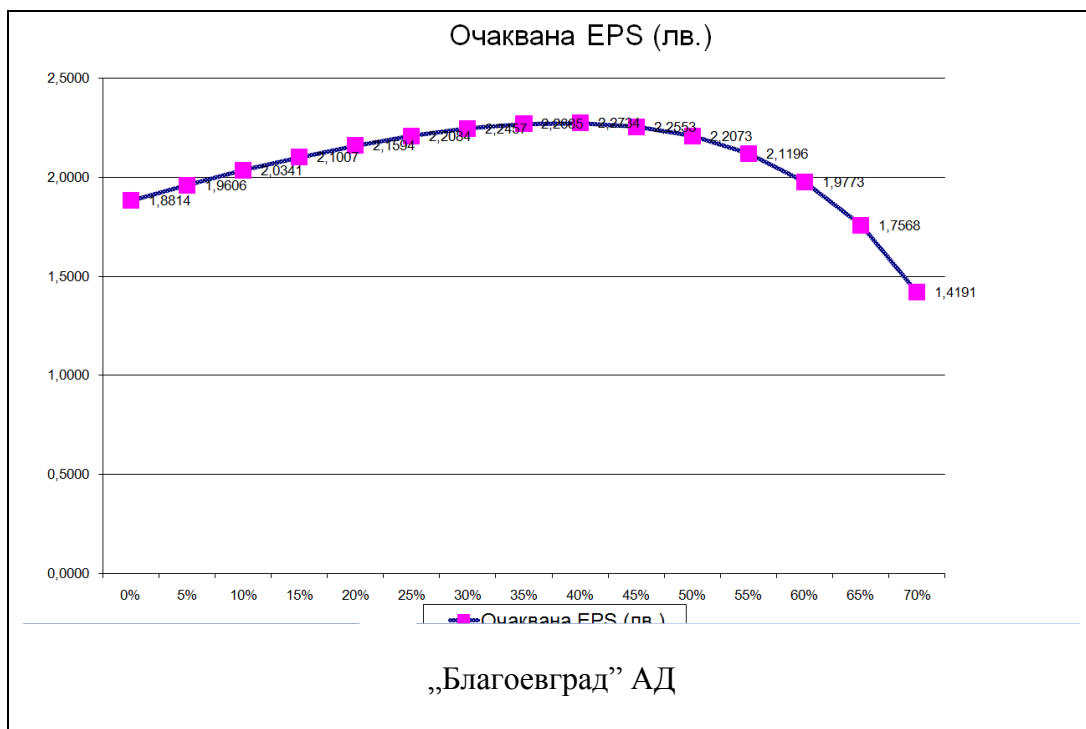




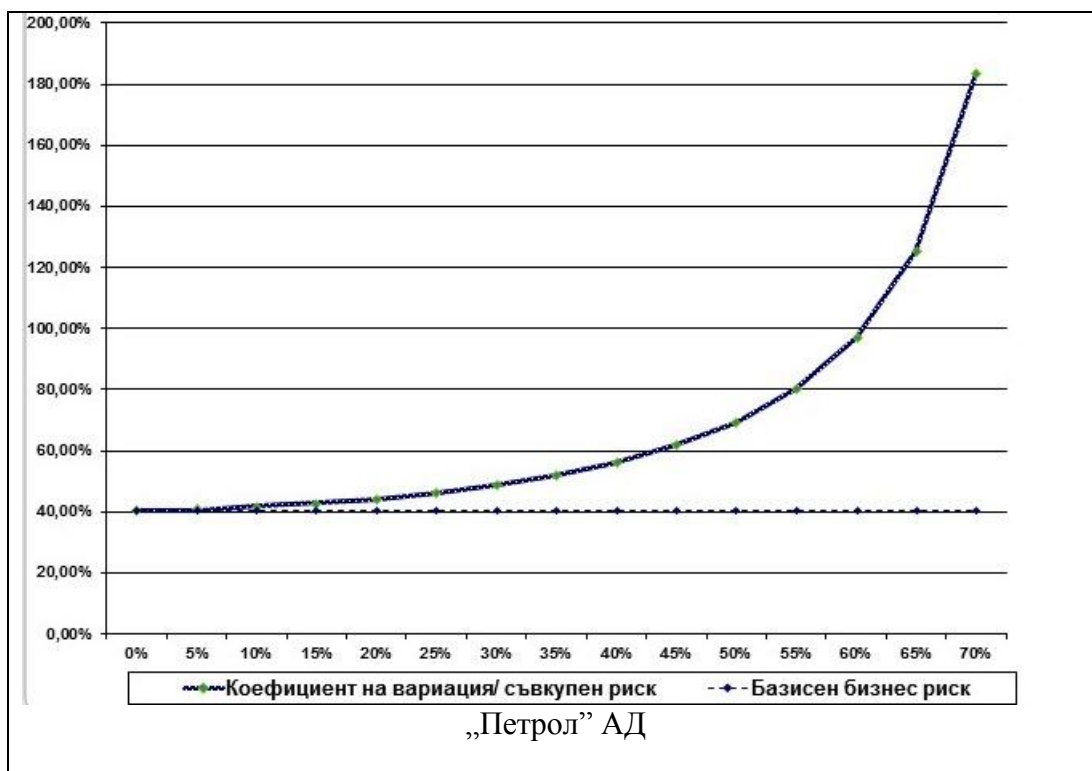




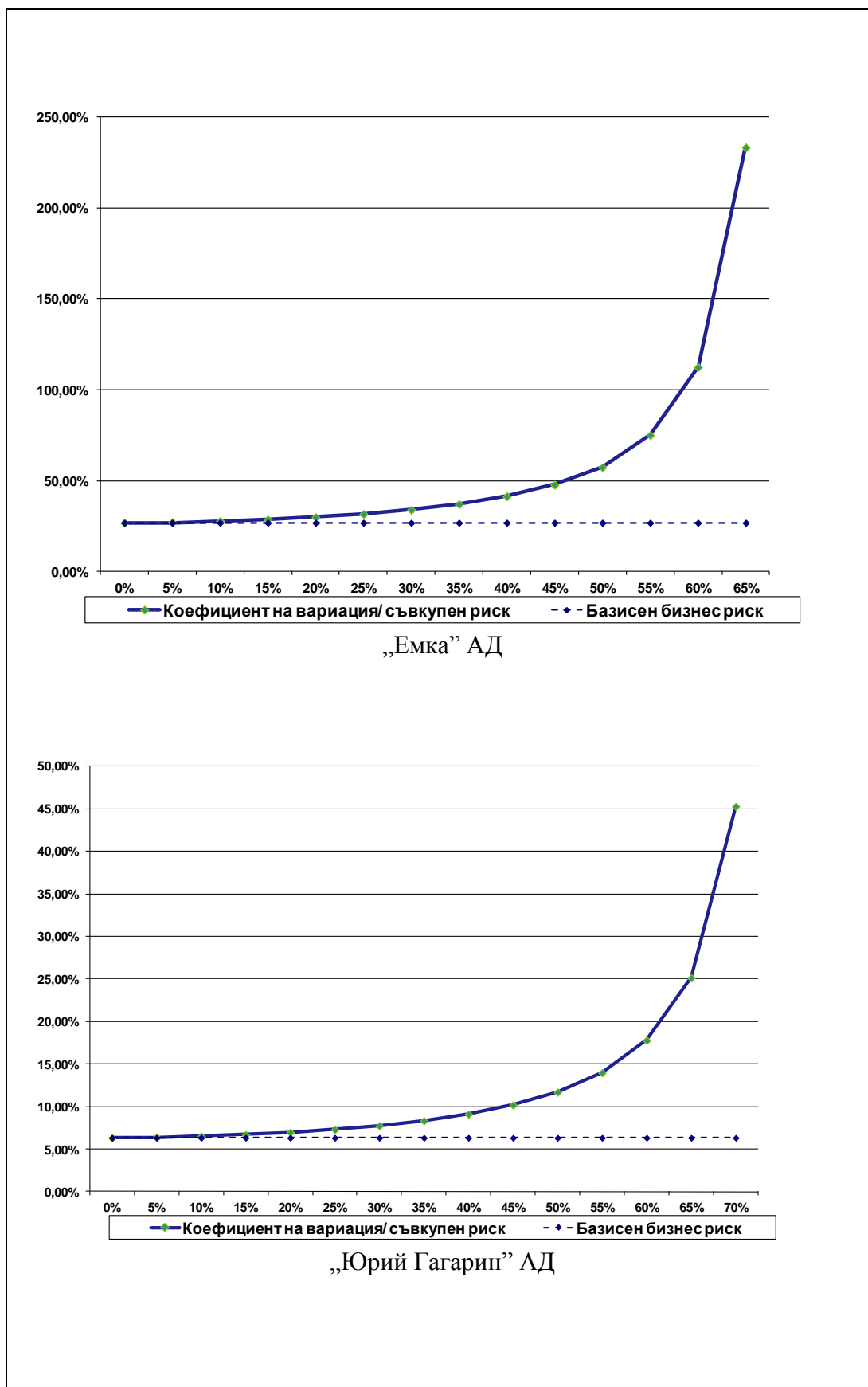


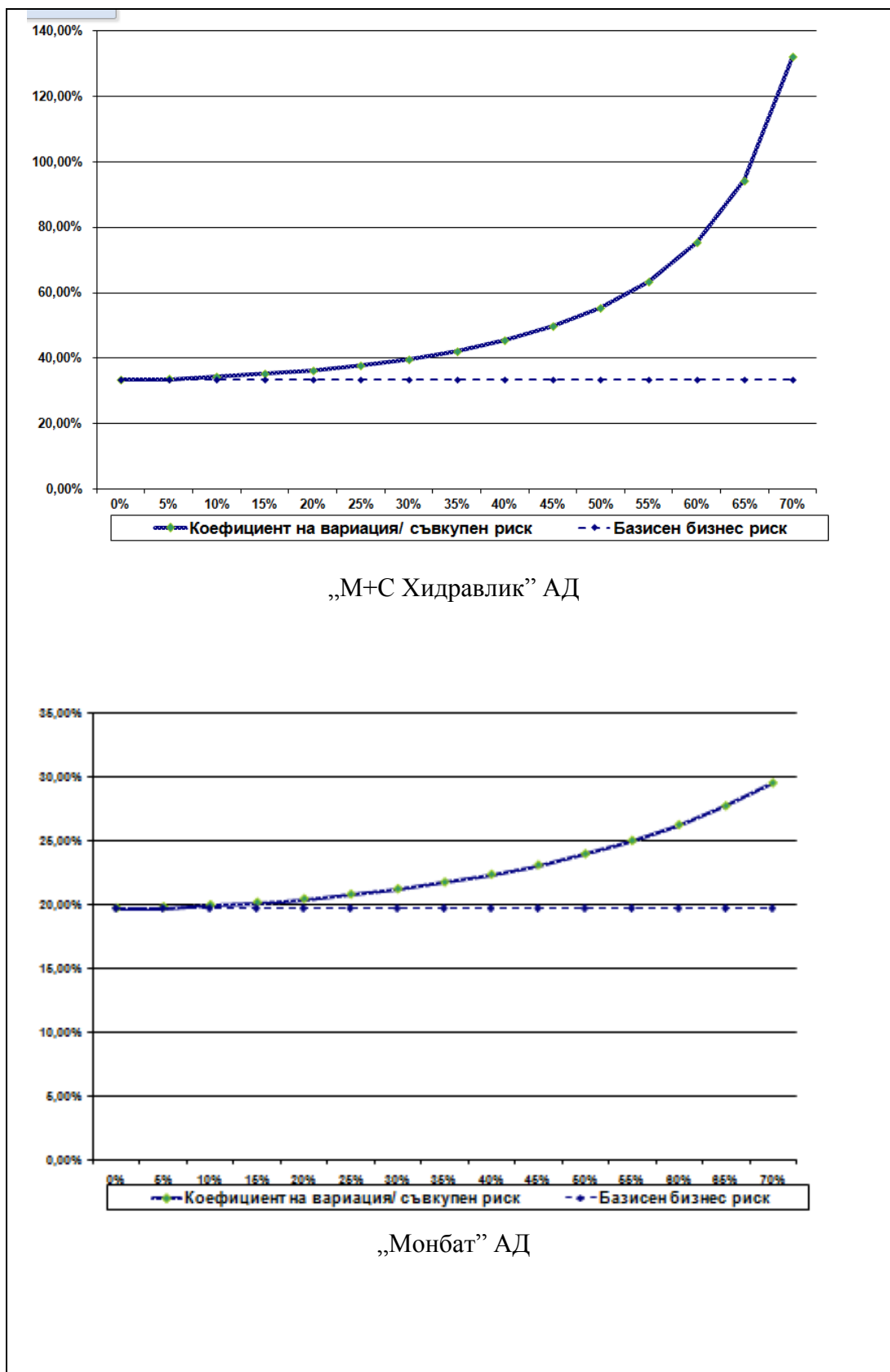


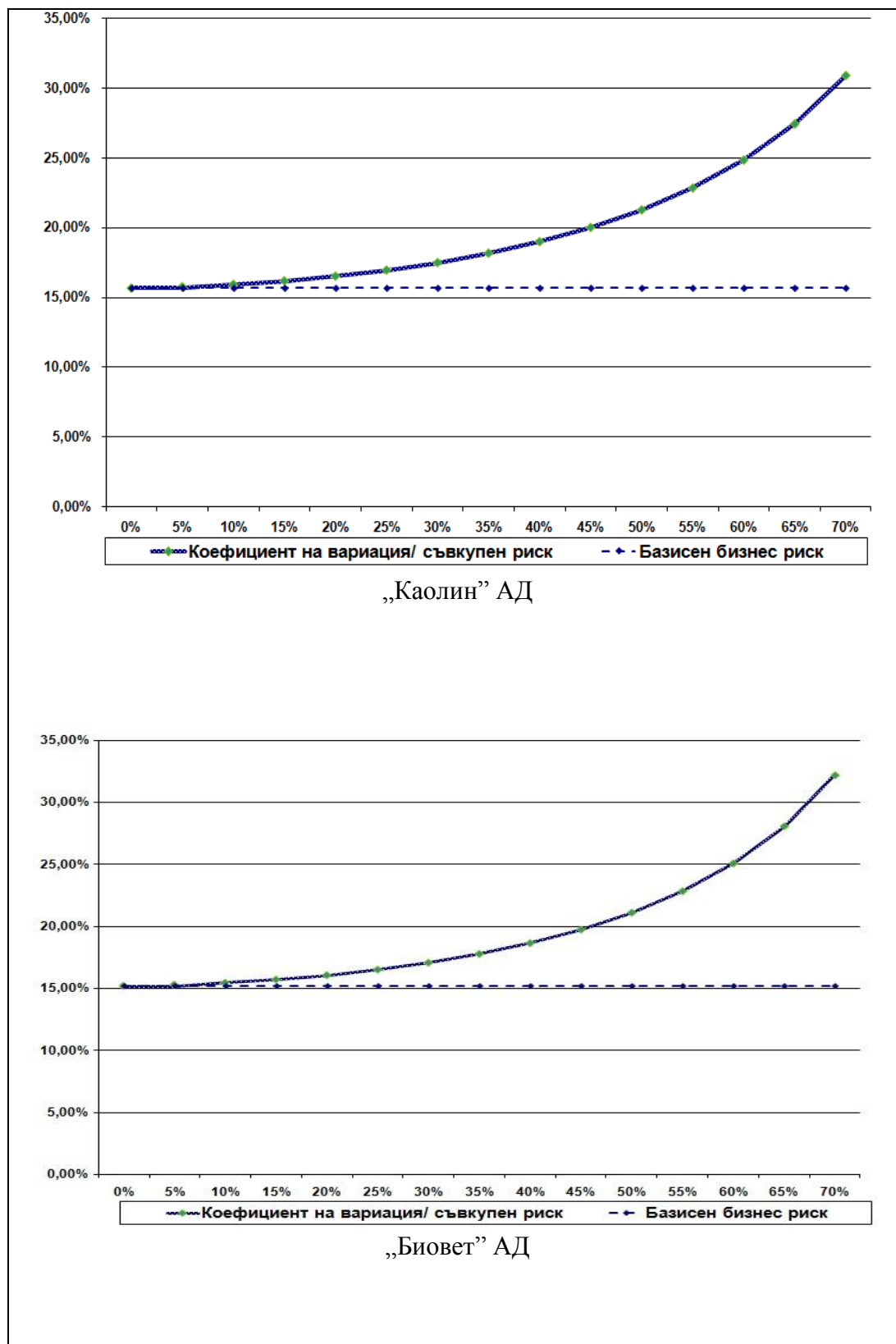
Фигура 4. Мониторинг на печалбата на една акция към XII.2010 г.¹⁶

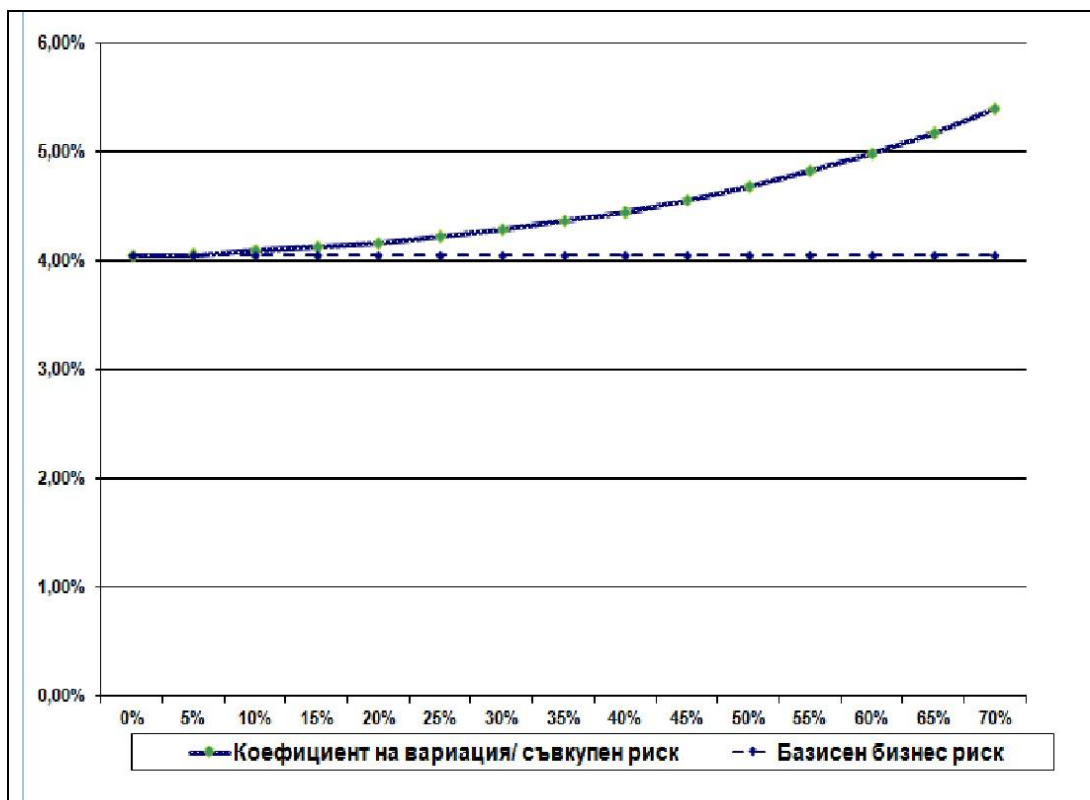


¹⁶ Представените графични и цифрови данни за изследвани дружества са обобщение на корпоративно профилирани изследвания по авторската технологията за „Българска роза – Севтополис” АД, представени в: Адамов, В., Захариев А. и колектив. Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012, с. 21-138.

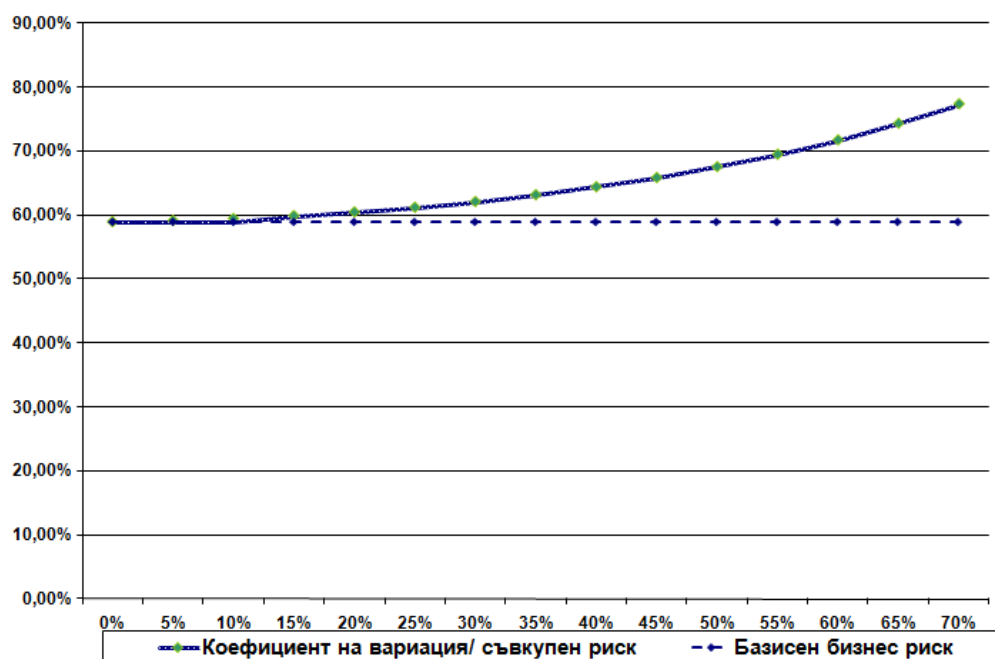




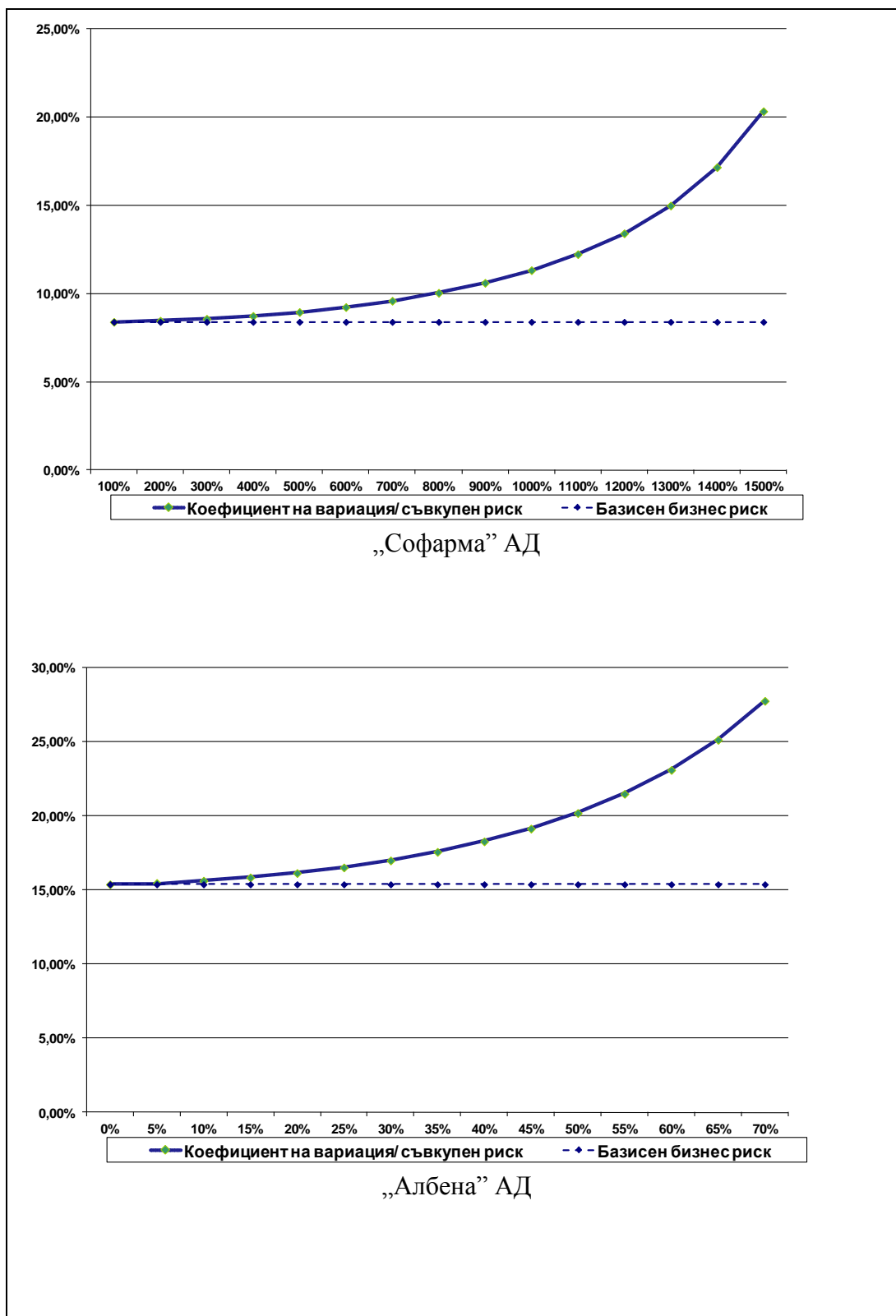


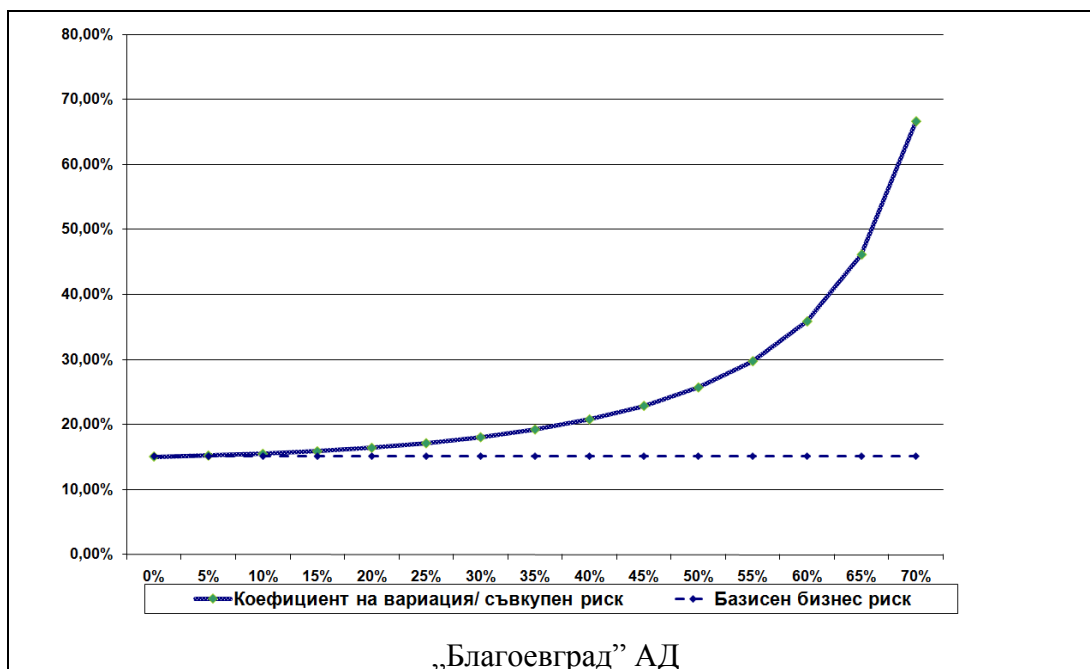


„Енемона” АД



„Хидравлични елементи и системи” АД

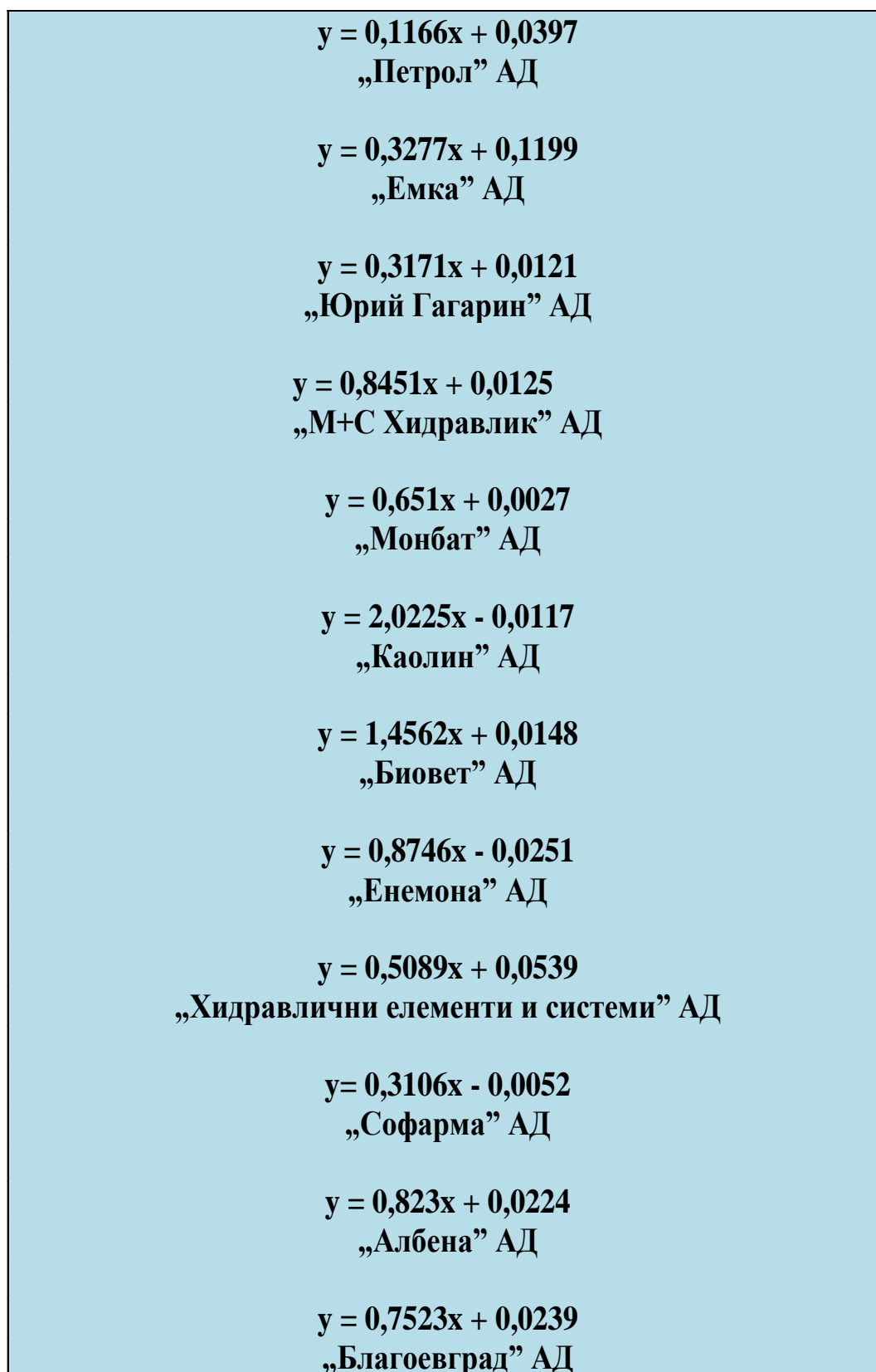




Фигура 5. Профил на базисния бизнес риск и на допълнителния финансов риск в „Албена” АД при различни нива на D/A

Таблица 13

ПУБЛИЧНО ДРУЖЕСТВО	Нива на базисния бизнес риск		
	Ниско (<20%)	Средно (20%-50%)	Високо (>50%)
„Петрол” АД		х	
„Емка” АД		х	
„Юрий Гагарин” АД	х		
„М+С Хидравлик” АД		х	
„Монбат” АД	х		
„Каолин” АД	х		
„Биовет” АД	х		
„Енемона” АД	х		
„ХЕС” АД			х
„Софарма” АД	х		
„Албена” АД	х		
„Благоевград” АД	х		



Фигура 6. Коефициент бета на акциите към 31.12.2010 г.

При съпоставката на изследваната група дружества според показателя „стандартно отклонение на печалбата спрямо средната” (Фигура 5¹⁷ и Таблица 13) при безлостова капиталова структура само *едно* дружество се определя като носител на базисен бизнес риск от висок порядък („ХЕС” АД), *три* дружества („Петрол” АД, „Емка” АД и „М+С Хидравлик” АД) са в границите на средни нива на базисния бизнес риск, а останалите *осем* дружества имат относително нисък бизнес риск („Юрий Гагарин” АД, „Монбат” АД, „Каолин” АД, „Биовет” АД, „Енемона” АД, „Софарма” АД, „Албена” АД и „Благоевград” АД).

От изследваните дружества с *най-високи стойности* на коефициента бета (фигура 6)¹⁸ се определят „Каолин” АД (бета=2,02) и „Биовет” АД (бета=1,46). На обратния полюс на *най-ниските и близки до нулата стойности* на коефициента бета се групират „Петрол” АД (бета=0,12) и „Софарма” АД (бета=0,31). С характер на *бенчмарк* за индекса ВG40 се определят „Енемона” АД (бета=0,87) и „М+С Хидравлик” АД (бета=0,84).

Оптимизацията на капиталовата структура (фигура 7¹⁹) има *най-висок лийвъридж от D/A=40%* при „Хидравлични елементи и системи” АД и *най-нисък лийвъридж при D/A=5%* при „М+С Хидравлик” АД, „Каолин” АД и „Благоевград” АД.

Така представените резултати от научно-приложни изследвания върху водещи български публични дружества потвърждават валидността на по-рано изведени в научната литература²⁰ хипотези за необходимостта от прилагане в българската стопанска практика на модели и решения, отразяващи най-доброто, създадено от съвременната финансова научна мисъл.

¹⁷ Представените графични и цифрови данни за изследвани дружества са обобщение на корпоративно профилирани изследвания по авторската технологията, представени в: **Адамов, В., Захариев, А.** и колектив. Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012, с. 21-138.

¹⁸ Представените цифрови данни за изследвани дружества са обобщение на корпоративно профилирани изследвания по авторската технологията, представени в: **Адамов, В., А. Захариев** и колектив. – Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012, с. 21-138.

¹⁹ Представените цифрови данни за изследвани дружества са обобщение на корпоративно профилирани изследвания по авторската технологията, представени в: **Адамов, В., Захариев, А.** и колектив. – Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012, с. 21-138.

²⁰ Тук включваме публикациите: **Адамов, В.** Управление на капиталите във фирмата. В. Търново, 2003.; **Адамов, В.** Оптимизиране дългосрочните капитали на индустриалната фирма, В. Търново, 1999; **Адамов, В.** Управление на капиталите в търговската банка. В. Търново, 1996; **Проданов, Ст.** Капиталово бюджетиране, В. Търново, 1999; **Симеонов, Ст.** Опциите (контракти, пазари, оценяване, стратегии). В. Търново, 1999; **Адамов, В., Радков, Р., Лилова, Р.** и **Захариев, В.** Финанси. В. Търново, 1996; **Пътев, Пл.** Международен финансов мениджмънт. В. Търново, 2000; **Пътев, Пл.** Управление на портфейла. В. Търново, 1996; **Захариев, А.** Управление на дълга. В. Търново, 2003; **Симеонов, Ст.** Финансови деривати. В. Търново, 2005; **Ненков, В.** Финансов анализ на фирмата. В. Търново. 2008.

D/A = 10 % при цена за една акция 13,93 лв. „Петрол” АД
D/A = 10 % при цена за една акция 3,20 лв. „Емка” АД
D/A = 10 % при цена за една акция 51,84 лв. „Юрий Гагарин” АД
D/A = 5 % при цена за една акция 2,99 лв. „М+С Хидравлик” АД
D/A = 20 % при цена за една акция 5,10 лв. „Монбат” АД
D/A = 5 % при цена за една акция 2,214 лв. „Каолин” АД
D/A = 10 % при цена за една акция 4,38 лв. „Биовет” АД
D/A = 25 % при цена за една акция 5,21 лв. „Енемона” АД
D/A = 40 % при цена за една акция 6,598 лв. „Хидравлични елементи и системи” АД
D/A = 15 % при цена за една акция 4,63 лв. „Софарма” АД
D/A = 10 % при цена за една акция 47,23 лв. „Албена” АД
D/A = 5 % при цена за една акция 15,74 лв. „Благоевград” АД

Фигура 7. Оптимална капиталова структура към 31.12.2010 г.

*
* *

Настоящата студия е опит за доразвитие на изследванията в областта на капиталовия мениджмънт в български условия. Реализираната мащабна декапитализация на Българската фондова борса след 2008 г. поставя пред финансовия мениджмънт нови, завишени изисквания при конструирането на първични публични предлагания и поддържане на стойността на акциите на нива, атрактивни за институционалните инвеститори. Емпиричните резултати потвърждават хипотезата за наличие на приложима за българските условия технология за оптимизация на капиталовата структура на фирмите в България.

Библиография

1. **Адамов, В.** Детерминанти на капиталовата структура на български публични компании.// Народностопански архив. Бр. 1, 2008, с. 8-19.
2. **Адамов, В.** Управление на капиталите във фирмата. В. Търново, 2003.
3. **Адамов, В.** Финанси на фирмата. В. Търново, 2006.
4. **Адамов, В. и Захариев, А.** Управление на капиталите във фирмата (Свитък с изпитни материали). Свищов, АИ „Ценов”, 2003.
5. **Адамов, В., Холст, Дж. и Захариев, А.** Финансов анализ. В. Търново, 2006.
6. **Адамов, В., Захариев, А. и колектив.** – Сборник с научно-приложни изследвания по Управление на капиталите във фирмата – 2011. Свищов, АИ „Ценов”, 2012.
7. **Адамов, В.** Оптимизиране дългосрочните капитали на индустриалната фирма, В. Търново, 1999.
8. **Адамов, В.** Управление на капиталите в търговската банка. В. Търново, 1996.
9. **Адамов, В., Радков, Р., Лилова, Р. и Захариев, В.** Финанси. В. Търново, 1996.
10. **Държавен дълг (месечен бюлетин).** Министерство на финансите, 2010, декември.
11. **Захариев, А.** Управление на дълга. В. Търново, 2003.
12. **Ненков, В.** Финансов анализ на фирмата. В. Търново. 2008.
13. **Проданов, Ст.** Капиталово бюджетирание. В. Търново, 1999.
14. **Симеонов, Ст.** Опциите (контракти, пазари, оценяване, стратегии). В. Търново, 1999.
15. **Симеонов, Ст.** Финансови деривати. В. Търново, 2005.
16. **Пътев, Пл.** Международен финансов мениджмънт. В. Търново, 2000.
17. **Пътев, Пл.** Управление на портфейла. В. Търново, 1996.
18. **Пътев, Пл. и Канарян, Н.** Управление на портфейла, АБАГАР, В. Търново, 2008.
19. <http://www.infostock.bg/infostock/control/showStatement/SEVTO>
20. <http://www.minfin.bg/bg/statistics/1>