

ТЕОРЕТИЧНА РАМКА ПРИ ОЦЕНЯВАНЕТО НА АКЦИИ НА ПУБЛИЧНИ КОМПАНИИ – ПРИНЦИПИ И МЕТОДОЛОГИЯ

Ралица Димитрова¹

Нов Български Университет

Резюме: Статията разглежда основните теоретични постановки при оценката на стойността на акционерния капитал на публични компании. Дискутирани са принципите на бизнес оценяването и факторите, които оказват влияние върху стойността на компанията. Представени са основните подходи в бизнес оценяването: подход на активите, доходен подход и пазарен подход. Предложена е конкретна методология за определяне на фундаменталната стойност на акция на публична компания базирана на три взаимодопълващи се модела: модела на дисконтираните дивиденди, модела на остатъчната пе-

чалба и пазарния множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал. Методиката намира приложение при определяне на стойността на алтернативни, корпоративни и бизнес стратегии, при управляването на стойността на компанията във връзка с мащабни сделки като сливания, поглъщания и излизане на нови пазари, както и при оценката на възможността за привличане на допълнителен капиталов ресурс.

Ключови думи: фундаментална стойност, процес на оценка, подходи за оценка

THEORETICAL FRAMEWORK FOR THE VALUATION OF SHARES OF PUBLIC COMPANIES - PRINCIPLES AND METHODOLOGY

Ralitsa Dimitrova

New Bulgarian university

Abstract: The article discusses the main theoretical considerations when assessing the value of the share capital of public companies. The principles of business appraisal and the factors that affect the value of the company are discussed. The main approaches to business valuation are presented: asset approach, income approach and market approach. A specific methodology has been proposed to determine the intrinsic value of the stock based on three complementary models: the Discounted Dividend Model, the Residual Income Model,

and the Market Multiplier Price/ Book Value of Equity. The methodology is used to determine the value of alternative, corporate and business strategies, to manage the value of the company in relation to large-scale deals such as mergers, acquisitions and emerging markets, and to assess the possibility of attracting additional capital resources.

Keywords: intrinsic value, evaluation process, evaluation approaches

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: rdimitrova@nbu.bg

Въведение

Всеобщо е убеждението, че компаниите и особено тези, които са публична собственост трябва да се управляват по начин, който да осигурява възможно най-голямо богатство за своите акционери. Следователно, ресурсите на една компания е необходимо да се управляват по начин, водещ до това, да струват повече, отколкото на която и да е друга компания и при който и да е друг начин на управление. За да се постигне това, мениджмънтът трябва да се концентрира върху непрекъснатото преследване на възможности за увеличаване стойността на ресурсите на компанията и постигане на максимално богатство, не просто като една от многото еднакво важни цели, а като водещата, стратегическа цел.

В наши дни почти всички главни мениджъри и директори на публични компании признават, че създаването на стойност за акционерите е важна корпоративна цел. Но в това си начинание те се сблъскват с редица конкуриращи се приоритети, включително и ползваните от тях финансови измерители като растеж на доходите/печалбите и възвръщаемост на инвестициите. Други конкуриращи се по важност цели са глобалната ценова конкурентоспособност и лидерство в пазарните дялове, както и загриженост за благополучието на работещите в компаниите и на общностите/териториите, на които те действат.

Специални познания по оценяване на компании, във връзка с управление на тяхната стойност и собственост са необходими на (Коллер и др., 2005):

- **Бизнес мениджърите** – сега повече от всякога се налага на мениджърите на корпоративно ниво и ниво бизнес единица да познават как да оценяват стойността на алтернативните стратегии. Те трябва да знаят колко стойност могат да създадат посредством реструктуриране и други големи транзакции. Нещо повече, те трябва да внедрят едно общо съзнание за управление от позициите на стойността навсякъде в техните организации.

- **Корпоративните финансови специалисти** – подходите на оценяване, както и взаимната връзка между финанси и стратегия

са важни за главните финансови директори, специалистите по сливания и купувания, професионалистите по корпоративни финанси вътре в компаниите или по финансовите пазари, а мениджърите и стратегите по корпоративно развитие. Стойността – нейното оценяване, създаване и представяне, лежи в основата на техните роли и отговорности.

- **Инвеститорите, мениджърите на портфейли и аналитиците на ценни книжа** – те трябва да притежават задълбочени познания при оценяването и избора на алтернативни инвестиции.

Необходимостта от оценяване на компаниите се проявява при:

- Определяне стойността на алтернативни, корпоративни и бизнес стратегии, или на специфични програми в рамките на тези стратегии. Към тях спадат: въвеждане на нови продукти и услуги, капиталови разходи, споразумения за *joint ventures* и излизане на нови пазари;

- Оценка на определени мащабни сделки като сливания, изкупувания на компании, прекратяване на инвестиции, рекапитализация и обратни изкупувания на акции;

- Преглед и преценяване функционирането на различните бизнес операции – до каква степен бизнесът, при съществуващата конфигурация и начин на функциониране, създава стойност;

- Комуникирането с ключови притежатели на дялове е компанията и преди всичко с акционерите, по отношение стойността на бизнеса.

1. Фактори, влияещи върху оценъчната стойност

На оценъчната стойност на който и да е обект влияе съотношението между *търсенето и предлагането*. Ако търсенето превишава предлагането, то инвеститорите са готови да платят максимална цена. Горната граница на цената на търсенето се определя от текущата стойност на бъдещите приходи, които може да получи собственика от притежаването на дадената компания. Това е особено характерно за отрасли, които предлагат ограничени природни възможности. Основ-

ни фактори, които определят оценъчната стойност на компаниите са:

- Естеството на бизнеса и историята на неговото основаване;
- Икономическият поглед в най-общ план и по-специално условие и перспективи на конкретната индустрия;
- Отчетна/балансова стойност на акциите и финансовото състояние на бизнеса;
- Капацитетът на компанията за генериране на доход/печалба;
- Капацитетът на компанията за изплащане на дивиденди;
- Рискът за получаването на бъдещите доходи от дейността;
- Установяването на това, дали компанията има добра положителна репутация или други нематериални активи;
- Степента на контрол над бизнеса и степента на ликвидност на активите;
- Пазарната цена на акциите на корпорациите, заети в същия или подобен вид бизнес, чийто акции се търгуват на свободен и открит фондов пазар;

2. Принципи за оценяването на бизнеса

Ключов критерии за стойността на който и да е обект на собственост се явява неговата полезност. Бизнесът придобива стойност, ако може да бъде полезен реално или потенциално на собственика му. Полезността за всеки потребител е индивидуална, но качествено и количествено определена във времето е стойността. Полезността на бизнеса – това е неговата способност да реализира доход в течение на даден период. Колкото по-голяма е полезността, толкова по-висока е величината на оценъчната стойност.

Принципът на полезността се характеризира с това, че колкото повече компанията е способна да удовлетворява потребностите на акционерите си, толкова по-голяма е нейната стойност (Васильева, 2016). Оценъчната стойност на дадена компания не трябва да бъде по-висока от минималната цена на аналогична компания със същата полезност. Освен това за даден обект не е разумно да се плати повече, отколкото въз-

лизат разходите за създаване на нов обект с аналогична полезност в приемлив срок. Ето още един аспект на прилагане на принципа на полезността: ако даден инвеститор анализира потока от дохода, то максималната цена на обекта се определя посредством изследването на други потоци от доходи с аналогично ниво на риска и качеството. В този случай заместващият обект не е задължително да бъде точно копие на оценявания, но трябва да е аналогичен и собственикът го разглежда като желана алтернатива.

В тази връзка се определя още един методологически принцип на оценката на стойността на компаниите – **принципът на алтернативите**. Той се изразява в следното: максималната стойност на дадена компания се определя от най-малката цена, по която може да бъде придобит друг обект с еквивалентна полезност. От принципа на полезността произлиза още един принцип на оценката – **принципът на очакванията или предвижданията**. Миналото и настоящето на бизнеса са важни, но неговата икономическа оценка на стойността се определя от бъдещето. Миналото и настоящето на бизнеса се явяват единствената изходна база, ключ към разбирането на бъдещето. Полезността, на която и да е компания, се определя от това, на колко се оценяват днес нейните бъдещи доходи. Оценката на предприятието непосредствено се влияе от нивото на възвръщаемост от дейността му и очакваната печалба от неговата препродажба. Поради това много важна величина са качеството и продължителността на очакваните бъдещи доходи.

Доходността на всяка икономическа дейност се определя от факторите капитал, работна сила и мениджмънт. За оценката на дадена компания е необходимо да се знае делът на всеки от тези фактори при формирането на дохода ѝ. Оттук произлиза **принципът на участие**, който се изразява в следното: дали включването на който и да е допълнителен актив към системата на предприятието е икономически целесъобразно, дали полученият прираст в стойността на компанията е по-голям, отколкото разхо-

дите по придобиването на този актив. Всеки фактор трябва да се разглежда от гледна точка на доходите, които създава в дадената дейност.

От изменението на един или друг фактор на производителността може да се увеличи или намали стойността на оценявания обект. От това произлиза още един принцип на оценката на бизнеса, съдържанието на който може да се сведе до следното: с добавянето на ресурси към основните фактори на производството, възвръщаемостта се увеличава по-бързо от темпа на ръст на разходите, но след достигането на определена точка възвръщаемостта расте, но със забавящи се темпове. Това забавяне продължава дотогава, докато прирастът на стойността не стане по-малък от разходите по добавянето на ресурси. Този принцип се базира на теорията за пределния доход и се казва **принцип на пределната производителност**.

Компанията – това е система, а едни от закономерностите за развитието и съществуването на системата се явяват балансираността и пропорционалността на нейните елементи. Най-висока ефективност тя достига при обективно обуславяне на пропорционалността на факторите на производството. Различните елементи на системата-компания трябва да бъдат съгласувани помежду си по пропускателни способности и други характеристики. Добавянето на какъвто и да е елемент в системата, води към нарушение на пропорционалността, което води към ръст на стойността на бизнеса.

И така при оценката на стойността на дадена компания е необходимо да се отчита **принципа на балансираността (пропорционалността)**, според който максималният доход може да се получи при съблюдаване на оптималните величини на факторите на производството. Един от важните моменти при прилагането на този принцип се явява съответствието между размерите на компанията и потребностите на пазара. Ако компанията е голяма за потребностите на пазара, то нейната ефективност намалява.

Полезността е определена във времето и пространството. Пазарът отчита тази оп-

ределеност преди всичко чрез цената. Ако компанията съответства на пазарните стандарти, характерни в конкретното време за даденото място, то нейната цена ще се колебае между среднопазарните значения. Обратно, ако не съответства на изискванията на пазара, то това по правило се отразява чрез по-ниската ѝ цена. С действието на тази закономерност е свързан друг принцип – **принципът на съответствията**, според който компаниите, които не съответстват на изискванията на пазара, по-скоро от всички ще бъдат оценени под средната стойност на пазара.

При оценката на стойността на дадена компания е необходимо да се отчита конкуренцията в дадения отрасъл понастоящем и в бъдеще. Ако отрасълът, в който функционира компанията, реализира свръхпечалба, то при свободна пазарна икономика в тази област ще се опитат да проникнат и други компании. Това е **принципът на конкуренцията**, който понижава текущата стойност на бъдещите приходи.

Стойността на бизнеса се определя не само от вътрешните фактори, но и от много външни фактори. Стойността на компанията, нейното имущество в значителна степен зависи от състоянието на външната среда, степента на икономическа и политическа стабилност в страната. Следователно при оценката на предприятия е необходимо да се взема под внимание **принципът на зависимост от външната среда**.

Изменението на политическите, икономическите и социалните условия влияе на конюнктурата на пазара и нивото на цените, което води до промяна в стойността на предприятието. Следователно, оценката на стойността на бизнеса трябва да се извършва към определена дата. В това се заключава **принципа на изменение на стойността**. Ето защо, за да се разгледат възможните варианти за дейност на дадена компания, е необходимо да се тръгне от условията на пазарната среда. Търсенето на пазара, възможностите за развитие на бизнеса, местоположението на компанията и други фактори определят алтернативите на дейността.

При разглеждането на алтернативите за развитие може да възникне въпросът за икономическото разделение на имуществените права на собствеността, ако това ще доведе до увеличаване на общата стойност. Икономическото разделяне е уместно, ако правата на обекта могат да се разделят на няколко имуществени интереси, вследствие на което ще се увеличи общата стойност на обекта – **принципи на икономическото разделение.**

Принципът на най-доброто и най-ефективното използване на собствеността гарантира на собственика максимална стойност на разглеждания обект. Той се прилага, ако оценката ще се използва за целите на реструктурирането. Ако нейната цел е определянето на стойността на действащото предприятие без да се отчитат възможни изменения, то този принцип не се прилага.

3. Същност и видове стойност

Преди да бъдат обобщени различните инструментите за оценка на акционерния капитал е полезно да се дефинира какво се има предвид под „стойност“ и да се разбере, че значението може да се променя в зависимост от контекста. Контекстът на оценката и нейната цел в повечето случаи определя подходящото определение за „стойност“ и по този начин влияе върху избора на анализатора на подход за оценяване.

Оригиналният термин „value“ се превежда на български език като „стойност“ и като „ценност“. Доколкото в икономиката тези двете понятия не са тъждествени ще разгледаме същността им. Стойността измерва определен обем разходи за производство на продукта, с отчитането на които се осъществява еквивалентен обмен на потребителската му ценност. Субективно-психологическото отношение към полезността на продукта представлява неговата ценност, на чиято основа се формира представата за необходимост от придобиването му (Касърова, 2008).

Логическата верига в случая е следната – продуктът е носител на стойност, съдържа качествения признак полезност, поради

което представлява за потребителя конкретна ценност (Фиг.1).



Фигура 1. Верига стойност – полезност – ценност

Представената верига ясно показва, че всяка „ценност“ има своя „стойност“, за всяка ценност се плаща. Или ценността на компанията се измерва с тази стойност, която купувачът е готов да заплати за стоките и услугите ѝ. Следователно, стойността е разчетна величина и зависи от активността на пазара и от поведението на отделните инвеститори. Именно като такава, тя се вписва в стойностния подход.

При вземането на добри управленски решения мениджърът се нуждае от цялата налична информация и в тази връзка считаме, че няма друга финансова метрика, която да използва цялата информация освен стойността на компанията. Причините за това са следните:

Стойността е базово понятие в икономиката, аналогично на понятието „материя“ във философията. Във финансите се използва по-тясна дефиниция на стойността, а именно способността на активите да се обменят срещу пари. Стойността на актива се определя като сумата, която може да бъде получена при този обмен. При фактическото осъществяване на сделката стойността се проявява под формата на цена.

Стойността на активите, принадлежащи на индивида формират неговото богатство. Стремейки се към увеличаването му, собственикът може да инвестира активите си в действащи или нововъзникващи бизнес начинания. Водещата цел на мениджмънта на компанията е да максимизира доходите на инвеститорите, които са функция от маржа на печалбата, асоциирания риск, съществуващата конкуренция в индустрията, пазарния дял на компанията, стойността на парите във времето, нематериалните активи и др.

Стойността е **универсална метрика**, приложима на ниво акция, дял или компания като цяло. Тя допълва показателя пазарна капитализация при публичните компании, в случаи на съмнения за недооценени книжа. Може да се използва и при частни компании, като и в двата случая стойността отчита фундаменталните възможности за растеж, а не текущите очаквания на пазара.

В резултат на приведените по-горе аргументи ще отбележим, че стойността е самостоятелен икономически критерий, отразяващ интегралния ефект на въздействие на взетите управленски решения върху всички параметри, измерващи ефективността на дейността на компанията (пазарен дял, инвестиционни потребности, операциона ефективност, парични потоци, риск), който позволява да се ранжират вариантите в случай на множественост и да се формулират недвусмислени и еднозначни изводи за дейността на компанията. Само при наличието на такъв критерий се осигурява балансираност, а в последствие и ефективност на усилията на всички организационни нива. Стойността може да се прилага във всички икономически сектори, за всеки стадий от жизнения цикъл на компанията и за всеки вид стопанска дейност, като позволява сравнение между различни компании, намиращи се на различни стадии на този цикъл и между различни структурни подразделения в една компания.

Анализът дотук ни дава основание да изведем следните **основни предимства** на стойността в качеството ѝ на управленски критерий:

Първо, оценката на стойността се опира на по-обективни данни в сравнение с традиционните счетоводни коефициенти. Промените в методологията и различното счетоводно отчитане правят трудно съпоставянето на резултатите в два различни периода, както и между отделните компании. Освен това е възможно финансовата отчетност да съответства на счетоводните стандарти, но да не отразява истинската картина в компанията.

Второ, стойността отчита дългосрочните перспективи от дейността на компа-

нията тъй като в основата на оценката на стойността са прогнозните парични потоци. Обосновката на финансови решения на базата на краткосрочни показатели като печалба на акция и рентабилност на капитала може да доведе до неочаквани сътресения и вероятност от несъстоятелност в бъдеще.

Трето, стойността позволява да се отчита риска за инвеститорите (бизнес риск и финансов риск), който се включва в дисконтовата норма и по този начин обезпечава вземането на адекватни решения за инвеститорите.

Четвърто, стойността е интегрален показател във формирането на който участват всички компоненти на икономическата дейност на стопанската организация, като съществуващите взаимозависимости са реални и позволяват да се проследи как въздействието върху един ключов фактор рефлектира върху крайният измерител за стойността на бизнеса.

Пето, стойността е най-достъпния и разбираем измерител от позицията на собствениците на бизнеса, които по презумпция не са със специализирана финансова подготовка и се нуждаят от ясен критерий за обосновка на управленските решения.

Конкретизирането на стойността е пряко свързано с целта на оценката, определяща предназначението на оценената стойност. **Критично допускане** в оценката на собствен капитал, прилагано към публично търгуваните ценни книжа, е че пазарната цена на дадени ценни книжа може да се различава от фундаменталната им стойност. Фундаменталната стойност на всеки актив е стойността на актива въз основа на предполагаемо пълно разбиране на инвестиционните му характеристики. Ако пазарните цени, които по същество са свободно достъпни, напълно отразяват фундаменталната стойност на ценните книжа, тогава един разумен инвеститор не би поел разходите по добиването и анализирането на информация за целите на втора оценка на стойността на ценните книжа (Grossman and Stiglitz, 1980). Основните видове стойност са представени на следващата фигура 2.



Фигура 2. Видове стойност

Вътрешна или фундаментална стойност (Intrinsic, Fundamental Value - FV) е прогнозна величина за истинската стойност на дадена компания, като взема предвид всички аспекти на бизнеса, от гледна точка на материални и нематериални фактори. Тя е равна на сумата на бъдещите приходи, дисконтирани до настоящето, използвайки процент, отразяващ риска на инвестицията. Счита се, че на конкурентен и открит пазар в дългосрочен аспект пазарната стойност се стреми към фундаменталната стойност. Използва се при управлението на публични и непублични (затворени) компании и зависи от капиталоемкостта на бизнеса и дългосрочните перспективи в развитието му, свързани с достъпа до технологии, нивото на конкуренцията в отрасъла, степента на държавно регулиране и продължителността на инвестиционния цикъл.

Когато мениджърите вземат управленски решения от особена важност е да действат по начин, който увеличава фундаменталната стойност на акциите на компанията и да избягват действия, които биха довели до нейното разрушаване. Основният метод за оценката ѝ е метода на дисконтираните парични потоци (DCF), или:

Фундаменталната стойност = Приведената стойност на прогнозните парични потоци + приведената стойност на заключителния (терминален) поток + стойността на специфични нематериални активи (напр. качество на мениджмънта, квалификация на персонала)

Или фундаменталната стойност на компанията е стойността на чистите парични потоци, които получават всички инвеститори (както кредитори, така и акционери) в течение на предполагаемия срок на съществуване на компанията. Отделно може да се

калкулира фундаменталната стойност на собствения (акционерния) капитал на компанията, като в този случай в разчета следва да се вземат предвид само стойността на чистите парични потоци за удовлетворяване на исканията на акционерите.

Пазарната стойност (Market value - MV) се явява възплъщението на фундаменталната стойност на компанията на капиталовия пазар. При публичните компании представлява цената, която пазарът е готов да заплати за акционерното дружество. При затворените компании тя се определя като пазарната стойност на собствения капитал (разликата между пазарната стойност на активите и задълженията). Изменението на пазарната стойност е тясно свързано с очакванията на капиталовия пазар за бъдещите перспективи на дейността на компанията, бъдещата доходност на инвестициите и зависи от това как компанията осъществява информационно взаимодействие с участниците на пазара на ценни книжа. На практика очакванията на инвеститорите и реалната доходност на компанията могат да се различават или пазарната стойност ще бъде равна на фундаменталната само в условията на съвършен пазар. Повишаването на цената на акциите, обаче, не винаги означава повишаване стойността на компанията и обратно. Причината е, че цената на акциите зависи, както от очакваните бъдещи доходи, така и от спекулативни действия на капиталовия пазар.

Балансова стойност (Book value - BV) е сумата, с която един актив се признава във финансовия отчет, след като се приспаднат всички натрупани по него амортизации и се коригира със загубите от обезценката им и с извършените преоценки. Основното различие между фундаменталната и балансовата стойност на компанията се изразява в историческия характер на последната. Ограничеността на счетоводния модел се изразява в това, че принципа на фактически проведените операции и фактическите разходи доминира не само на етапа на включване на информацията в отчета, но и в логиката на последващия анализ и взетите решения.

Успешният резултат по логиката на счетоводния модел е ситуацията, в която се реализира възвращаемост над нивото на фактическите разходи, но този подход не отразява създаването на фундаментална стойност за бизнеса. Балансовият модел не дава отговор на въпроса сравнима ли е счетоводната печалба с инвестиционния риск, как той е компенсирен и достатъчно ли е това за инвеститора. От тук следва, че при вземането на ключови управленски решения не може да се оперира с данни, разчетени на основата на счетоводните стандарти или балансовата стойност не може да се използва като основа за коректна аналитична оценка на дейността на компанията.

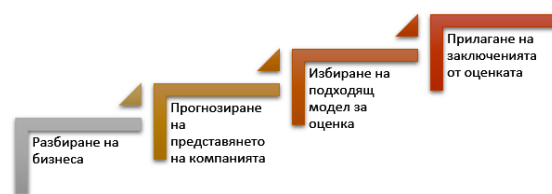
В дългосрочен план управлението на компанията на основата на стойността трябва да се придържа към следната зависимост:

$$FV > MV > BV \rightarrow \max$$

В резултат на приведените аргументи се спираме на фундаменталната стойност в качеството на базисен показател, чиято максимизация е основна цел на мениджмънта и критерий, използван при вземането на управленски решения. Този показател се явява предпочитан от нас за оценката на ефективността на дейността на компанията, доколкото отразява дългосрочните последици от взетите управленски решения вземайки предвид не само размера на доходите, но и периода на възникването им, като отчита стойността на парите във времето за разлика от показателите, стъпващи на исторически счетоводни данни.

4. Процес на оценяване

Като цяло процесът на оценяване стойността на акцията на публична компания включва следните **четири стъпки** (фиг.3):



Фигура 3. Етапи от процеса на оценка

4.1. Разбиране на бизнеса

За прогнозиране на представянето на компанията, което на свой ред ще определи стойността на инвестицията в компанията или нейните ценни книжа, е полезно да се разбере икономическият и индустриален контекст, в който компанията работи, бизнес модела и предишната предходни финансови резултати. Индустриалният и конкурентният анализ, заедно с анализ на финансовите отчети на компанията, дава основа за прогнозиране на представянето (Koller et al., 2010). При наличието на такава информация, анализаторът е по-способен да оценява риска и да прогнозира бъдещи парични потоци. Освен това анализаторът може да изследва чувствителността, за да определи как различните ключови променливи биха повлияли на оценката.

Присъщата **рентабилност на индустрията** е важен фактор за определяне на рентабилността на компанията. Анализаторите трябва да се опитат да разберат структурата на индустрията - съществените икономически и технически характеристики и тенденциите, които засягат тази структура. Особено важни за оценката са факторите, които биха могли да повлияят на дългосрочната рентабилност на индустрията и на перспективите за растеж като например демографските тенденции. Пазарният дял на дружеството показва неговата относителна конкурентна позиция в дадена индустрия. Като цяло, стойността на една компания е по-висока дотолкова доколкото може да създава и поддържа предимство в сравнение с конкуренцията.

Анализът на финансовите отчети на компанията предоставя основа за оценка на резултатите на компанията в сравнение с нейните стратегически цели и за разработване на очаквания за вероятното бъдещо представяне на компанията. При разглеждането на финансовото представяне трябва да се имат предвид две важни обстоятелства. Първо, трябва да се има предвид значението на качествените, т.е. нечислени фактори. Такива фактори включват например структурата на собствеността на дружеството, не-

говите интелектуални ресурси, условията на нематериалните му активи, като лицензи и споразумения за франчайзинг, както и потенциалните последици от съдебни спорове или други непредвидени задължения. Второ, важно е при прогнозиране на бъдещи финансови резултати да се избягва просто екстраполиране на представянето от минали години. Ето защо анализаторите, които правят дългосрочни прогнози допускат, че краткосрочните спадове или ръстове в представянето на една компания ще се изгладят и общия финансов резултат ще се доближи до средното за икономиката.

4.2. Прогнозиране на финансовите резултати

Анализаторите използват познанията си за индустрията, конкурентното позициониране и анализа на финансовите отчети, за да формулират конкретни прогнози по отношение на **продажби, печалби и парични потоци** на компанията. Анализаторите обикновено вземат предвид както качествени, така и количествени фактори във финансовото прогнозиране и оценка. Например, анализаторът може да променя своите прогнози и оценки въз основа на качествени фактори, като отчита качествата на мениджмънта и/или прозрачността и качеството на счетоводните практики на дружеството. Тези качествени фактори са неизбежно субективни.

4.3. Избор на подходящ модел за оценка

Това е следващата стъпка в процеса на оценяване - изборът на подходящия модел за оценка в зависимост от конкретния обект на оценка. Най-често в практиката се прилагат **четири основни подхода**: на база на активите, приходен, пазарен и опционен (Международни стандарти за оценяване, 2011). Всеки от тях се реализира чрез специфични методи и процедури, а също така трябва да се съблюдават някои особени условия и наличието на достатъчно фактори. Информацията, използвана в един или друг от подходите, отразява или настоящото положение на фирмата, или нейни минали достижения, или очаквани в бъдеще приходи. Резултатът, получен на основата на комбиниране

на всичките подходи се явява най-обоснован и обективен.

Подходът на активите се базира на идеята за нетна настояща стойност, а стойността на оценяваната компания се изчислява като разлика между стойността на активите и стойността на задълженията. Той е подходящ за компании, които поддържат високо ниво на активите. Прилага се при действащи предприятия. Този подход е трудно приложим при оценки на уникални обекти, исторически ценности и др. Подходът формира стандарт на стойност-справедлива пазарна стойност. Това е тази сума, срещу която едно имущество може да се прехвърли в пряка сделка между информиран и желаещ продавач и информиран и желаещ купувач, при условие, че нито една от страните не е подложена на външен натиск. Подходът на разходите е най-консервативният и осигурява най-малко бъдещо ориентирана информация, която да е полезна в процеса на управление на стойността на компанията. Ето защо, резултатът от приложението на разходния подход обикновено се използва в качеството на долна граница на диапазона на стойността.

Доходният подход е принципен начин за определяне стойността на компания, дял и обособена част или ценни книжа чрез прилагане на един или повече методи, при които стойността се определя чрез дисконтиране на очакваните парични потоци. Той се прилага при действащи предприятия и определя тяхната справедлива пазарна стойност, при поръчка на оценката от страна на продавача и инвестиционната им стойност, при поръчка от страна на евентуален купувач, в зависимост от перспективите за бъдещото им развитие. Подходът се прилага при предприятия, които имат печеливша история, които са във фазата растеж/зрялост, имат стабилни темпове на развитие и перспективи по отношение на продукцията и пазари. Стойността на бизнеса зависи от способността му да генерира приходи и да възвръща вложените инвестиции. Този подход е един от най-трудоемките, предвид високите изисквания за качеството на входните данни.

Пазарният подход се базира на принципа на алтернативната инвестиция, като сравнява предмета на оценката с подобни компании, дялове или ценни книжа, които са вече продадени. Данните за компании, чиито акции се намират в свободна продажба, след извършването на съответни корекции при необходимост, служат като ориентир за определяне стойността на оценяваната компания (Коллер и др., 2005). Подходът е по-малко трудоемък в сравнение с доходния, предвид това, че използва пазарни множители (price multiples) на готово. За успешното му прилагане са необходими следните предпоставки: съществуващ и активен пазар, яснота за времето на осъществяване на транзакцията, наличие на достъгъчен брой транзакции с аналогични активи и независимост на участниците. Трудности при прилагането му се провокират от индивидуалните характеристики на всяка компания, поради което намирането на аналози е сложна задача. ,,

В резултат на развитието на финансовата теория и изчислителната техника през последните години популярност добива нов подход за оценка на стойността на компанията, в частност оценка на инвестиционни проекти, а именно подхода на реалните опции. Предимството им пред традиционните подходи за оценка е това че отчитат неопределеността на средата и управленската гъвкавост. Реалните опции позволяват на мениджърите на компанията от една страна да увеличават добавената стойност на бизнеса, като използват положителните ефекти от стечението на факторите, а от друга да минимизират загубите. Ето защо е важно да се определи стойността им, за да се оцени приносът им към стойността на компанията като цяло. Това е особено валидно за стартиращите компании, при които паричният поток е отрицателен, използването на мултипликатори невинаги е рационално и единственият реален актив на компанията е портфейла ѝ от реални опции. Сред най-важните опциите, с които разполагат компанията са (Culp, 2002):

- Опции за отказ (Abandonment option) – ако пазарните условия силно се влошат,

мениджърите на компанията може да преустановят оперативната дейност и да продадат на вторичния пазар част от активите, имащи ликвидационна стойност (оборудване и др. активи). Тази опция е особено важна в капиталоемките отрасли.

- Опции за отсрочка (Option to defer) – дава правото на компанията да отсрочи дадена инвестиция и формално наподобява опцията за покупки на акции (call option).

- Опция за планиране на времето (Time to build option) – разпределянето на инвестицията по фази създава опцията за отказ от компанията в случай, че постъпят неблагоприятни новини.

- Опция за промяна в операционния мащаб (Option to alter operating scale) – ако пазарните условия са по-благоприятни от очакваното, компанията може да разшири обема на производство или да ускори използването на ресурси и обратно.

- Опция за превключване (Option to switch) – правото на компанията да премине от един род дейност на друг, например при промяна в цените и търсенето на продукта, управленският екип може да променя продуктовия асортимент или спектъра от предлагани услуги.

Изборът на подход и конкретен модел за оценка на стойността на акцията зависи от няколко фактора: достъпът до информация, конкретната цел на оценката, приемливата степен на субективност и желаната времева перспектива. Подходът на разходите е най-консервативният и осигурява най-малко бъдещо ориентирана информация, ето защо той не е предпочитан от нас. Пазарният подход предполага пазарни данни за транзакции с аналози, което може да се окаже трудоемка задача, но отчита текущата икономическа ситуация. От своя страна, доходният подход отчита способността на компанията да генерира икономически ползи, отчита стойността на парите във времето и гледайки към бъдещето избягва много от проблемите, асоциирани със зависимостта от разходите. При оценката на компании от високотехнологични сектори най-подходящ се явява подходът на реалните опции, пред-

вид зависимостта на генерираните парични потоци от гъвкавостта на бъдещите управленски решения.

В следващото изложение ще предложим методология от три взаимодопълващи се модела за определяне на фундаменталната стойност на акция на публична компания. Първите два принадлежат към подхода на дохода и се базират на настояща стойност на паричните потоци на бизнеса. Третият е сравнителен и е част от пазарния подход:

- *Модел на дисконтираните дивиденди (Dividend Discount Model – DDM);*
- *Модел на остатъчната печалба (Residual Income);*
- *Пазарен множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал (Price/Book Value).*

Моделът на дисконтираните дивиденди (DDM) е подходящ за оценка на капитала на компании, които изплащат редовно дивидент. От друга страна, Моделът на остатъчната печалба (RI) се прилага там, където не може да се използва DDM моделът. Това е така предвид че при RI модела основната част от стойността не се дължи на терминалната стойност, чието изчисление би могло да бъде несигурно, тъй като зависи от прецизното прогнозиране на ръста в следпрогнозния период. Ето защо RI моделът може успешно да служи за *верифицирането* на резултатите получени по DDM моделът. Пазарният множител P/BV може да бъде *приложен при всички компании за които има сравними публични аналози*. Стойността получена по модела на пазарните множители е базирана на показатели налични в текущия момент, като по този начин преодолява несигурността свързана с прогнозирането на паричните потоци при другите два модела.

- *Модел на дисконтираните дивиденди (DDM)*

Моделът на дисконтираните дивиденди (DDM) дефинира дивидентите като парични потоци. Основния аргумент за използването на тази дефиниция е, че инвеститор, който купува и държи акции в общия случай получава доходност под формата на ди-

видент. Доколкото дивидентите са по-малко волатилни от печалбата, относителната им стабилност би могла да направи DDM стойностите по-малко чувствителни към краткотрайни флукуации в сравнение с алтернативните модели на дисконтираните парични потоци. В повечето случаи анализаторите разглеждат DDM стойностите като *отражение на фундаменталната стойност в дългосрочен план*.

Базовата разновидност на DDM се основава на еднократен период на задържане. Ако инвеститор желае да закупи акция и да я задържи за една година, стойността на тази акция ще бъде настоящата стойност на дивидента, който ще бъде получен от акцията плюс настоящата стойност на продажната цена на акцията след една година:

$$(1) \quad V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1} = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)^1}$$

където:

V_0 = стойността на акцията днес, при $t=0$

P_1 = очакваната цена на акция след една година, при $t=1$

D_1 = очаквания дивидент на акция за година 1, при допускането, че се изплаща в края на годината

r = изискуема норма на възвръщаемост на акцията

Ако инвеститор планира да задържи акцията за две или повече години, стойността на акцията ще бъде сумата от настоящите стойности на дивидента от първата до n -тата година плюс настоящата стойност на продажната цена на акцията в последната година (Damodaran, 2012):

$$(2) \quad V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Тук анализаторът може да направи индивидуални прогнози за дивидентите за краен хоризонт (обикновено пет години) и в следствие да определи терминалната стойност (P_n). *Бъдещите дивиденди* могат да се прогнозират, чрез няколко основни техники (Pinto et al., 2010):

- Избор на модел на растеж:
 - Постоянен растеж в безкрайност (модел на Гордън);
 - Двухазен растеж;
 - Трифазен растеж.
- Индивидуално прогнозиране на краен брой дивидендни плащания до терминалния период, чрез използването на проформа отчет. Обикновено такава прогноза се разработва за период между 3-10 години в бъдещето. В последствие могат да се изчислят:

- Оставащите дивиденди след края на прогнозния период, чрез прилагане на един от моделите за растеж;

- Стойността на акцията в терминалния период

- *Модел на остатъчната печалба (Residual Income - RI)*

Остатъчната печалба е една от дефинициите за паричен поток. В общия случай остатъчната печалба за даден период е печалбата за този период, която надхвърля изискуемата доходност на инвеститора. **Изискуемата доходност** е така наречената алтернативна цена (*opportunity cost*) за инвестирането в една акция: най-високата очаквана доходност, която може да бъде получена от други инвестиции при равни нива на риск. Моделът до голяма степен е разработен в научните трудове на Feltham and Ohlson (2012). Моделът на остатъчната печалба гласи, че стойността на акцията е равна на балансовата стойност на акция плюс настоящата стойност на бъдещите остатъчни печалби.

$$(3) \quad V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r)B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

където,

V_0 = Стойност на акция в текущия момент ($t=0$)

B_0 = Балансова стойност на акция в текущия момент ($t=0$)

B_t = Балансова стойност на акция във всеки следващ момент t

ROE_t = възвръщаемост на собствения капитал във всеки момент t

r - изискуемата доходност на инвеститора

За разлика от моделите на дисконтираните дивиденди и парични потоци, моделът на остатъчната печалба въвежда концепцията за *балансираната стойност* в уравнението за настоящата стойност. Независимо от това, RI може да се разглежда като друга постановка на DDM модела, но при разглеждането на доходността генерирана на ниво компания.

От записът на формула 3 става ясно, че моделът е чувствителен към собствения капитал, цената на неговото финансиране и икономическия спред ($ROE - r$). Когато **икономическият спред** е положителен компанията създава добавена стойност за своите акционери, тъй като постига по-висока доходност от изискуемата цена на капитала. И обратно, когато спредът е отрицателен бизнесът разрушава стойност за своите акционери, тъй като генерира възвръщаемост под минимално изискуемата.

- *Пазарен множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал (Price/Book Value)*

Сред най-познатите и широко използвани инструменти за оценка са множителите базирани на цена на акция (Price multiples). Чрез тях инвеститорите оценяват дали стойността на една акция е справедлива, **подценена или надценена**, като отчитат какво тази акция купува по отношение на печалба, чисти активи, паричен поток или някоя друга метрика на стойността (изчислена на ниво акция).

При работата с пазарна цена на акция възниква въпросът коя разновидност да се използва: цена на затваряне или среднопрегледена цена за деня (Канарян, 2016). Изборът се предопределя от нивото на ликвидност на пазара и акцията. Цена затваря е за предпочитане при акции, които се търгуват на ликвидни и развити пазари. Среднопрегледената цена е препоръчително да се използва за акции, които се търгуват на развиващи се и периферни пазари.

В зависимост от вида на знаменателя разграничаваме два типа пазарни множители – базирани на **исторически** или **бъдещи стойности**. Историческата база се използ-

ва за фундаменталните показатели като печалба на една акция, приходите от продажби на една акция, паричен поток за една акция. Бъдещата (forward) стойност може да се използва само при наличие на надеждни оценки на фундаменталните показатели.

При пазарния множител Цена/Балансова стойност на СК (P/BV) в числител е цената на акцията, а в знаменател балансовата стойност на собствения капитал за една акция.

$$(4) \quad P/BV = \frac{\text{Цена на акция}}{\text{Собствен капитал на акция}}$$

Следователно, би могло да се каже, че балансовата стойност на акция изразява инвестицията, която обикновените акционери са направили в компанията. Тъй като целта е да се оценят обикновените акции, от собствения капитал се изваждат привилегированите акции, ако има такива.

Сред *предимства* на пазарният множител P/BV можем са посочим това че може да се използва, когато компанията има отрицателен финансов резултат, който ограничава използването на множителя Цена/Нетна печалба на акция (P/E). Последният може да бъде манипулиран посредством определени счетоводни похвати (Ненков, 2008). Като недостатък на множителя може да се посочи това че той не отчита фактори, които не се отразяват във финансовия отчет, например интелектуален капитал, ноу-хау, добри търговски отношения и др.

4.4. Определяне на крайна пазарна стойност

Извеждането на заключение за крайната пазарна стойност трябва да се основава на приложения стандарт на стойността, предназначението на оценката, както и на цялата, свързана с това налична информация към датата на оценката. Заключение-то трябва да се основава на индикацията за стойността, получена чрез прилагането на един или повече методи, на базата на един или няколко подхода за оценяване.

Подборът и *придаването на тежест* на методите и процедурите за оценка зависят от:

- приложимия стандарт на стойността (справедлива пазарна стойност, стойност на инвеститора или фундаментална стойност);
- предназначението и предвиденото използване на оценката;
- дали предметът на оценката е действаща компания, недвижим имот или инвестиционна холдингова компания, или дружество със значителен размер на непроизводствените или излишните активи;
- качеството и сигурността на данните, на които се основава индикацията на стойността;
- други аналогични фактори, които според мнението на анализатора трябва да се вземат под внимание като подходящи в конкретния случай.

В някои случаи един или повече методи могат да се окажат *неподходящи*. В други случаи могат да бъдат подходящи повече от един метод, отнасящи се към един подход. *Решението на анализатора* относно това, дали да се приложат относителни тежести, които да са в съответствие с получените индикации за стойността, основани на различни методи, или да преобладава индикацията за стойността на един метод, трябва да се основава на аргументирана преценка. Във всеки конкретен случай анализаторът трябва да представи *аргументация* и да изложи факторите за избора или за придаването на тежест на метода или методите, на чиято основа е изведено заключението за стойността.

Заключение

Предложената методология за оценка на акционерния капитал на публична компания чрез избрани методи от доходния и пазарния подход намира широко *практическо приложение*. С нейна помощ се установява стадия на икономическо развитие и перспективите за ръст на българските публични дружества. Резултатите от тази оценка дават изключително *полезна информация* на мениджърите, акционерите, специалистите по сливания и изкупувания и инвеститорите за управляването на стойността на бизнеса, неговата конкурентоспособност, как-

то и възможностите за максимизиране на богатството.

Приложението на пазарния подход се базира на *официално публикуваната* и достъпна пазарна и финансова информация, както и на използването на Интернет ресурси. Освен това той има експресен характер, реализира се евтино и може да се прилага при външни оценки.

Според доходният подход допълнителна стойност за акционерите се създава само тогава, когато възвращаемостта от инвестициите в компанията превишава тяхната алтернативна стойност. За реализирането на тази цел компанията използва показатели за прогнозиране и измерване на резултатите от дейността ѝ, които мотивират мениджърите да максимизират благосъстоянието на акционерите, информират за степента на достигането на тази основна цел, позволяват осъществяване на прозрачна и правилна оценка на достигнатото и отразяват потенциала на компанията за създаване на стойност в бъдеще.

Литература

Васильева, Л.С. 2016. Оценка бизнеса. Кнорус. Москва, достъпен на: http://www.knorus.ru/upload/knorus_new/pdf/9243.pdf, последно посетен на 2.06.2017.

Канарян, Н. 2016. Оценка на активи, чрез пазарни множители. Научен електронен архив НБУ, достъпен на: <http://eprints.nbu.bg/2889/>, последно посетен на 5.06.2017.

Касърова, В. 2008. Управление на стойността - нова управленска концепция, Финансови иновации, Нов български университет.

Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. 2005. Стойностъ компании: оценка и управление. Олимп-Бизнес. Москва.

Международни стандарти за оценяване. 2011. Съвет за международни стандарти за оценяване, достъпен на: <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/961fh8s023zbyctd.pdf>, последно посетен на 22.05.2017.

Ненков, Д. 2008. Пазарната стойност на публичните дружества на българската фондова борса през призмата на фундаменталните коефициенти „Цена-Доход“ и „Цена-Счетоводна стойност“. Финансови решения: изследвания и практики. Нов български университет.

Culp, C. 2002. Structured Finance and Insurance: The ART of Managing Capital and Risk, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. 2012. *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & Sons.

Feltham, G. A., Ohlson, J. A. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, 11, p. 689-732.

Grossman, S., Stiglitz, J. 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, vol. 70, issue 3, 393-408.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition, Wiley.

Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., Stowe, J. 2010. *Equity Asset Valuation*. Second Edition. John Wiley & Sons.