

ПОЛИТИКАТА НА РАСТЕЖ И СЪЗДАВАНЕТО НА СТОЙНОСТ В КОМПАНИИТЕ

Разгледан е актуален и важен въпрос в контекста на базирания на стойността финансов мениджмънт на компаниите. Става дума за анализ и оценка на преследвания от страна на мениджмънта растеж от гледна точка на неговия принос за максимизиране на стойността на фирмата. Анализирани са детерминантите на стойността на растежа. Изследването сочи, че не винаги политиката на агресивен растеж на компаниите води до действително увеличаване на тяхната стойност. Това зависи от качеството на реализирания от тях растеж.

JEL: G12; G31; G32

1. Водеща цел на функциониране на компаниите

През последните две-три десетилетия за водеща цел на функционирането на компаниите се приема *максимизирането на тяхната стойност*. Това е и едно от основополагащите допускания в областта на корпоративните финанси (Brigham, Gapenski, 1994). Преди достигането на подобен консенсус обаче, различни цели са излизали на мода и са били възприемани за основна цел на компаниите (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Сред конкуриращите се по важност цели фигурират: глобална ценова конкурентоспособност, лидерство в пазарните дялове, растеж на бизнеса, максимизиране на стойността, диверсификация, създаване на работни места или на най-модерни заводи, лидерство в разработването на нови продукти и др (McTaggart, Kontes, Mankins, 1994).

Основната насока, в която все още има дебат, е дали водещо трябва да е максимизирането на *стойността за акционерите (shareholders)* или максимизирането на *стойността за всички основни заинтересувани страни (stakeholders)*, в т.ч. акционери, работещи в компанията, общностите по местата където функционира компанията, клиентите и др. Във връзка с това се очертават като основни два модела на поведение – т. нар. *англо-саксонски модел (САЩ, Великобритания и др.)* и *европейски модел*. Първият се основава на разбирането, че най-важно е повишаването на стойността за собствениците. Например според

¹ Димитър Ненков е доц. д-р в катедра „Финанси“, Университет за национално и световно стопанство, София.

Коупланд, Колер и Мърин “Компаниите процъфтяват, когато създават реална икономическа стойност за своите акционери” (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Подобни са разбиранията и на редица други автори (Pinches, 1987), (Gitman, 1991). Вторият модел изразява концепцията, че акцентът трябва да е върху повишаването на стойността за всички пряко заинтересувани страни.

Важността на увеличаването на стойността за собствениците има своето обяснение в икономическата теория за това как хората избират между потребление и инвестиции (Pinches, 1987). За акционерите предоставянето на капитал на фирмата, посредством закупуването на нейни обикновени акции, представлява финансова инвестиция. Това означава отлагане на сегашно потребление срещу определен бъдещ ефект. В случая е ясно, че става дума за реализирането на определена допълнителна стойност в бъдеще. Трудно може да бъде намерен друг логичен мотив за тези акционери да се лишат от сегашно потребление. *Следователно акционерите очакват и изискват от ръководствата на компаниите преди всичко, ако не и единствено, **увеличаване на стойността на тяхната собственост в компаниите***. Всички останали достижения като: *пазарен дял, растеж на фирмата, максимизиране на печалбата, лидерство, задоволяване на клиентите, модерни заводи и други*, сами по себе си много трудно биха могли да ги мотивират да жертват сегашното си потребление. Така изброените достижения на компаниите са по-скоро **предпоставки, средства** за увеличаване на стойността на собствения капитал в интерес на акционерите.

Във връзка с това е важно да не смесваме максимизирането на стойността с най-близките по смисъл измерители на резултатите от функциониране на компанията, като *растеж на печалбата и възвръщаемост на инвестициите*. Максимизирането на последните е само *предпоставка*, т.е. необходимо, но недостатъчно условие за максимизирането на стойността за собствениците.

Стойността за собствениците намира своето външно проявление в пазарната цена на акциите на фирмата или на собствения капитал. С други думи най-добрият индикатор за постигане на основната цел на компаниите е нарастването на цените на техните акции. Освен това е известно, че е нормално цената временно да се отклонява под и над вътрешно присъщата стойност под въздействието на търсенето и предлагането и други фактори. Тук е важно да се има предвид, че основната цел на компаниите засяга **трайното, устойчивото нарастване на вътрешно присъщата им стойност**, а не едно или друго краткотрайно, конюнктурно максимизиране на цената за сметка на бъдещи негативни ефекти. Последното е често срещано явление и обикновено се инициира от мениджмънта, тъй като сред основните показатели за оценка на тяхната работа неизменно присъства посоченият вече индикатор – нарастването на цената на акциите.

В крайна сметка стигаме до извода, че във финансовото управление на фирмата трябва да има предвид следните две неща: **първо**, *растежът на бизнеса не е самоцел и не се прави заради самия размер и второ*, *растежът не е равнозначен на увеличаване на стойността за собствениците*.

2. Значението на растежа за постигане на водещата цел на фирмата

Според Иван Георгиев растежът е една от най-сложните категории на икономическата теория (Георгиев, 2001). Неговата същност и видове няма да бъдат предмет на подробно разглеждане в това изследване. Несъмнено е обаче, че в най-общ план растежът на една компания се свързва с разширяването на нейния бизнес, с нарастването на капитала и активите, на продажбите и печалбата. За финансовия мениджмънт е важно как всяко едно от изброените нараствания се отразява на увеличаването на стойността на вложените средства от страна на отделния акционер във фирмата. Подходящ обобщаващ индикатор за нарастването на стойността за собствениците е цената на една обикновена акция. Не трябва обаче да пренебрегваме факта, че обикновените акции носят доход на своите притежатели в две форми: *дивиденсти и капиталови печалби (капиталово нарастване)*. Един от начините за илюстриране на тази характеристика е посредством метода *“доходност плюс растеж”*, който се използва за определяне на цената на финансиране с обикновени акции:

$$R_E = \frac{DIV_0 \times (1 + g)}{P_0} + g \quad (1)$$

където:

R_E е очакваната норма на възвръщаемост за обикновените акционери (и цената на финансиране с обикновени акции);

DIV_0 – текущият дивидент на една акция;

g – очакваният средногодишен темп на нарастване на дивидентите;

P_0 – сегашната пазарна цена на една акция.

Съгласно този модел възвръщаемостта на обикновените акции е сума от дивидентната и капиталовата възвръщаемост. Първата представлява съотношение между очаквания дивидент и сегашната цена на една акция. Втората намира синтезиран израз в очаквания темп на нарастване на дивидентите (g). При равни други условия, в дългосрочен аспект той изразява също темпа на нарастване на капитала и на цената на една акция. С други думи високата възвръщаемост за акционерите може да бъде осигурена както по линия на висок дивидент, така и по линия на висок темп на нарастване (g). Във връзка с това е важно да уточним, че не всяко увеличение на капитала и на активите на фирмата води до паралелно нарастване на бъдещата цена и бъдещия дивидент на една акция. Това зависи основно от следните два фактора:

- 1) от начина на осигуряване на допълнителното финансиране за нови инвестиции
- 2) от нормата на възвръщаемост, която ще осигурят тези инвестиции.

Необходимият допълнителен капитал може да бъде осигурен от *външни източници* – например чрез *емисия на нови акции*, както и от *вътрешни източници*, какъвто се явява *неразпределената печалба*. В първия случай общата стойност на собствения

капитал и бъдещата нетна печалба на фирмата нарастват, но паралелно с това расте и броят на емитираните акции. Така при равни други условия нетният доход и дивидентът на една акция трябва да останат същите. Значително по-различни са нещата, когато допълнителното собствено финансиране се осъществява от *неразпределената печалба* – броят на емитираните акции остава същият, а нетният доход и дивидентът на една акция нарастват. Това в крайна сметка би трябвало да доведе до увеличаване на вътрешната стойност и цената на една акция. Отделен въпрос е дали темпът на нарастването ще е достатъчен – това зависи в много голяма степен от втория посочен фактор, т.е. от нормата на възвръщаемост, при която ще се инвестира *неразпределената печалба*.

Съгласно един от методите за неговото прогнозиране, бъдещият темп на нарастване (g) на дивидентите е функция от нормата на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) и коефициента на задържане на нетната печалба (b). Това е т. нар. *вътрешен темп* (g):

$$g = ROE \times b = \frac{NI}{E} \times (1 - (1 - b)) \quad (2)$$

където:

g е прогнозирият средногодишен темп на нарастване на дивидентите;

ROE – нормата на възвръщаемост на собствения капитал;

NI – нетната печалба;

E – счетоводната стойност на собствения капитал;

$(1-b)$ – коефициентът на изплащане на дивидентите;

$b = (1-(1-b))$ – коефициентът на задържане на нетната печалба.

От формулата става ясно, че колкото по-висок дял от печалбата се задържа и реинвестира, толкова по-висок би трябвало да е очаквания темп на нарастване на бъдещите дивиденти и цената на една акция. С това обикновено се аргументира и политиката на интензивно реинвестиране на печалбата, следвана от повечето компании, което води до високи капиталови печалби, но същевременно означава изплащане на по-малък дивидент. Така стигаме до един от ключовите моменти във финансовото управление на фирмата – избора между дивиденти и капиталови печалби.

В табл. 1 е показано как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на фирма „ABC” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на дружеството е 12% и цената на собствения капитал (R_E , или RRR_E) е 12%. От таблицата се вижда, че с увеличаване на целевия темп на растеж (g) от 0 до 10%, коефициентът на задържане (b) нараства от 0.00 до 0.833. Този коефициент е изчислен като функция на планирания темп на растеж (g) и коефициента на възвръщаемост на собствения капитал (ROE). Това от своя страна води до намаляване на изплащания дивидент на една акция от 6 на 1 лев. Вижда се също, че настоящата стойност на една акция, определена по модела на Гордън, остава

неизменна – 50 лева, независимо от коефициента на задържане. С други думи, политиката на интензивно реинвестиране с цел постигането на по-висок темп на растеж не води до увеличаване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 1
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „АВС” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
(g)	(b)	DIV_1	(P_0)
0.00	0.00	6.00	50.00
2.00	16.67	5.00	50.00
5.00	41.67	3.50	50.00
7.00	58.33	2.50	50.00
10.00	83.33	1.00	50.00

В Таблица 2 е показано как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на друга фирма – „ВАС” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на дружеството е 12%, а цената на собствения капитал (R_E) е 15%. Вижда се, че с увеличаване на целевия темп на растеж (g) от 0 до 10%, коефициентът на задържане (b) нараства от 0.00 до 0.833. Този коефициент е изчислен като функция на планирания темп на растеж (g) и коефициента на възвръщаемост на собствения капитал (ROE). Това от своя страна води до намаляване на изплащания дивидент на една акция от 6 на 1 лев. За разлика от предишния случай обаче, настоящата стойност на една акция, определена по модела на Гордън, намалява двойно – от 40 на 20 лева. С други думи, политиката на интензивно реинвестиране, с цел постигането на по-висок темп на растеж, води до обратния ефект – намаляване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 2
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „ВАС” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
(g)	(b)	DIV_1	(P_0)
0.00	0.00	6.00	40.00
2.00	16.67	5.00	38.46
5.00	41.67	3.50	35.00
7.00	58.33	2.50	31.25
10.00	83.33	1.00	20.00

В табл. 3 е показано влиянието на същата политика на растеж върху стойността на една обикновена акция на трета фирма – „СВА” АД. Коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на дружеството е 15%, а цената на

собствения капитал (R_E) е 12%. И тук с увеличаване на целевия темп на растеж от 0% до 10%, коефициентът на задържане нараства от 0.00, но само до 0.667. И в този случай изплащаният дивидент на една акция намалява, но от 6 на 2 лева. Настоящата стойност на една акция сега нараства двойно – от 50 на 100 лева. За разлика от предишните два случая, сега политиката на интензивно реинвестиране действително води до увеличаване на стойността на обикновените акции на въпросното дружество.

Таблица 3
Целеви темп на нарастване, коефициент на задържане, дивидент и настояща стойност на една акция на „СВА” АД (лв.)

Темп на нарастване (%)	Коефициент на задържане (%)	Очакван дивидент	Настояща стойност (цена)
(g)	(b)	DIV_1	(P_0)
0.00	0.00	6.00	50.00
2.00	13.33	5.20	52.00
5.00	33.33	4.00	57.14
7.00	46.67	3.20	64.00
10.00	66.67	2.00	100.00

От представените три различни ситуации става ясно, че политиката на реинвестиране с цел растеж може както да увеличи значително цената на обикновените акции, така и да постигне противоположния ефект. Това предполага на преден план да бъде изведено едно често пренебрегвано съображение. Става дума за връзката между качеството на растежа и прилагания от компаниите коефициент на задържане (и реинвестиране) на нетната печалба. Някои автори разделят растежа на два типа – **“добър растеж”** (*good growth*) и **“лош растеж”** (*bad growth*) (McTaggart, Kontes, Mankins, 1994).

Добрият растеж подсилва ефекта от създаването на стойност, докато лошият – от унищожаването на стойност. За създаване на стойност говорим тогава, когато бизнесът на компанията осигурява възвръщаемост на собствения капитал, която е по-висока от цената на този капитал. Следователно **добър растеж** е този, при който коефициентът ROE е по-висок от изискваната норма на възвръщаемост (R_E). Това означава, че компанията реализира **икономическа печалба (икономическа добавена стойност)** на ниво собствен капитал.

Добрият растеж може да се постигне при относително нисък коефициент на задържане и висока норма на възвръщаемост на собствения капитал. Високият ROE създава възможност едновременно да се реализира висок темп на нарастване на бъдещите доходи и да се изплащат относително високи дивиденди за акционерите (т.е. висок коефициент на изплащане). За **лош растеж** говорим тогава, когато той се постига посредством висок коефициент на задържане, който трябва да компенсира ниската рентабилност на собствения капитал. При лошия растеж разликата между ROE и R_E (RRR_E) е отрицателна, което означава, че реинвестирането на печалбата вместо да създава икономическа добавена стойност, то “изяжда” стойност на акционерите.

Въпросът е особено актуален в контекста на една често изтъквана от аналитиците особеност на българския капиталов пазар – това, че преобладаващата част от публичните ни дружества на практика не изплащат никакви, или в по-редки случаи, много ниски парични дивиденди. Предишни изследвания на дивидентната политика на дружествата на БФБ потвърждават този факт – за периода 2001-2003 г. (Ненков, 2007), както и за 2006 г. (Ненков, 2007, с. 2). Не са много по-различни нещата и на сегашния етап, особено на фона на бавното излизане от рецесията.

Таблица 4

Възвръщаемост на собствения капитал (ROE) на група публични дружества на БФБ за периода 2007-2011 г. (%)

Фирма	Година	2007	2008	2009	2010	2011	Средна аритметична	Медиана
Монбат		19.94	27.14	14.44	11.29	6.29	15.82	14.44
М+С Хидравлик		12.55	18.54	0.10	18.34	29.18	15.74	18.34
ХЕС		10.26	13.28	0.54	6.44	10.46	8.20	10.26
Елхим Искра		13.67	17.57	9.01	13.41	9.49	12.63	13.41
Спарки Елтос		9.95	10.08	-12.00	-8.92	-2.24	-0.63	-2.24
Арома		7.25	2.91	3.54	-0.62	1.10	2.84	2.91
Българска роза		7.17	3.35	4.05	5.14	4.36	4.81	4.36
Унифарм		3.34	9.98	11.45	7.57	12.53	8.97	9.98
Каолин		14.95	7.57	6.20	6.56	7.18	8.49	7.18
Балканкар		2.86			9.12	22.42	11.47	9.12
Средна аритметична		10.19	12.27	4.15	6.83	10.08	8.83	
Медиана		10.11	10.08	4.05	7.07	8.34		9.55

Източник: <http://www.bse-sofia.bg>, <http://www.infostock.bg>.

В табл. 4 са показателите ROE за периода 2007-2011 г. на 10 публични дружества на БФБ, повечето от които са в подотрасъл „Производство на машини и оборудване”. Показателят ROE за целия период е със средна аритметична 8.83% и медиана 9.55%. Само за 2011 г. средната аритметична на ROE за десетте дружества е 10.08%, а медианата е 8.34%. В същото време изчислената изисквана норма на възвръщаемост от собствения капитал (R_E) за 2011 г., отразяваща степента на риска средно за фирмите на българския капиталов пазар, е малко по-висока – 11.87% (Ненков, 2012). (Начинът на определяне на цената на собствения капитал (R_E) ще бъде коментиран по-нататък). Трябва да се има предвид, че това е оптимистичен вариант на цена на собствения капитал за нашите условия, т.е. тя е занижена, понеже не е включена премията за риск за по-малкия размер на българските фирми. Въпреки това, така изчислената R_E е по-висока от ROE за 2011 г. на групата от десет разгледани дружества. Налице е отрицателен спред между тези две фундаментални променливи. Това свидетелства, че общо за групата фирми се е получила ситуация на *лош растеж*, т.е. високата норма на реинвестиране на печалбата би трябвало да намалява стойността на обикновените акции. Политиката на интензивен растеж е имала положително влияние върху стойността на акциите само при дружествата с най-висок ROE за 2011 г. – „Монбат”, „М+С Хидравлик” и „Елхим-Искра”.

3. Настояща стойност на възможностите за растеж (PVGO)

От дискутирания в точка 1 модел “доходност плюс растеж” (формула 1) стана ясно, че възвръщаемостта за притежателите на обикновени акции е в две основни форми – *дивидентна възвръщаемост и капиталови печалби (капиталово нарастване)*. Първата представлява съотношението между очаквания дивидент и сегашната цена на една акция, т.е.:

$$R_{\text{дивидентна}} = \frac{DIV_1}{P_0} \quad (2)$$

където:

DIV_1 е очакваният дивидент след една година;

P_0 – сегашната пазарна цена на една акция.

Втората форма е съотношение между очакваното нарастване на цената на една акция и сегашната ѝ цена, т.е.:

$$R_{\text{капиталова}} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (3)$$

където:

P_1 е очакваната пазарна цена на една акция след една година;

P_0 – сегашната пазарна цена на една акция.

В дългосрочен план капиталовата възвръщаемост намира синтезиран израз в очаквания средногодишен темп на нарастване на дивидентите – g . Така моделът “доходност плюс растеж” може да бъде представен алтернативно по следния начин:

$$\begin{aligned} R_E &= \frac{DIV_0 \times (1 + g)}{P_0} + g = \\ &= \text{дивидентна възвръщаемост} \\ &\quad + \text{капиталова възвръщаемост} \quad (4) \end{aligned}$$

При различните акции комбинациите между дивидентна възвръщаемост и капиталова възвръщаемост варират в широки граници и са много динамични. При едни акции почти цялата възвръщаемост е по линия на текущите дивиденти, а при други се дължи на капиталовата възвръщаемост, т.е. на очаквания растеж. На тази база обикновените акции се разделят на два типа: *акции на растежа (growth stocks)* и *акции на текущия доход (income stocks)* (Brealey, Myers, Allen, 2008).

Акциите на растежа се купуват предимно заради очакваните капиталови печалби. При тях инвеститорите се интересуват основно от растежа на бъдещите доходи през годините, а не толкова от дивидента за следващата година. При *акциите на текущия доход* интерес представляват преди всичко изплащаните парични дивиденти. Според

предпочитания тип акции и инвестирането се дели на два основни типа: **инвестиране в акции на растежа (growth investing)** и **инвестиране в акции на текущия доход (income investing)** (O'Shaughnessy, 2005). Съответно, в зависимост от прилаганата инвестиционна стратегия, разграничаваме два типа инвеститори: **инвеститори в акции на растежа (growth investors)** и **инвеститори в акции на текущия доход (income investors)**.

Важен въпрос, който вълнува всеки анализатор или друг съпричастен към инвестициите в акции, е коя от двете стратегии е по-успешна. Акции на растежа (от растежен тип) се отличават с високи коефициенти РЕ (цена-печалба). Това е разбираемо, доколкото при тях текущият доход (печалба) на една акция обикновено е сравнително нисък, а той е в знаменателя на коефициента. Същевременно пазарната цена на акцията, която е в числителя, е висока заради очаквания растеж. Коефициентът РЕ е исторически най-старият измерител за това колко евтино или скъпо струва една акция в сравнение с останалите. Той представлява стандартизираната цена на една акция, изразена в пъти печалба. От това следва, че акциите от растежен тип се търгуват скъпо на фондовите пазари, т.е., колкото по-висок е текущият РЕ, толкова повече плащат инвеститорите за единица печалба. Причината, поради която част от инвеститорите са склонни да плащат над средната цена за единица текуща печалба, е коментираното вече очакване за висок растеж в бъдеще. Поради тази причина повечето специалисти отъждествяват високите РЕ коефициенти с инвестирането в акции на растежа.

В същото време инвеститорите, които купуват акции с ниски РЕ, са убедени, че правят много изгодни сделки. Според тях когато една акция е с висок РЕ коефициент, купувачите ѝ имат нереалистични очаквания за растежа на печалбата, а оттам и цената на тази акция е нереално висока. Привържениците на ниските РЕ коефициенти твърдят, че когато една акция е с нисък РЕ, то нейната цена е неоснователно занижена и когато печалбите се стабилизират, цената им също ще поеме нагоре. Тези инвеститори обикновено се възприемат като инвеститори в акции на текущия доход (O'Shaughnessy, 2005).

Джеймс О'Шонеси разделя акциите на американския пазар на обикновени акции на два типа – с високи и с ниски РЕ коефициенти, след което анализира представянето им в периода декември 1951 – декември 2003 г. Изследването е в два варианта – на базата на всички търгувани акции и на базата на акциите на най-големите компании. Резултатите от изследването и при двата варианта сочат, че акциите с ниски РЕ (т.е. акциите на текущия доход) са се представили много по-добре от тези с високи РЕ (т.е. акциите на растежа). Възвръщаемостта на акциите на текущия доход е значително по-висока от средната за пазара, при съответстващо по-високо стандартно отклонение, което води до почти същия коефициент на Шарп (Sharpe Ratio) като средния за пазара. При акциите от растежен тип картината е много по-неблагоприятна – възвръщаемостта е по-ниска от средната за пазара, стандартното отклонение е по-високо, което води до почти два пъти по-нисък коефициент на Шарп. Накрая О'Шонеси заключава, че купуването на акции с високи РЕ коефициенти (т.е. акции на растежа) е опасно начинание (O'Shaughnessy, 2005).

Влиянието на очаквания растеж е полезно за анализ не само по отношение на нормата на възвръщаемост на обикновените акции, а и по отношение на настоящата стойност и пазарната цена на една акция. Тези неща са неразривно свързани. Във връзка с това Брийли, Майърс и Ален обясняват една сравнително нова категория във финансовия мениджмънт – **Настоящата стойност на възможностите за растеж (Present Value of Growth Opportunities – PVGO)** (Brealey, Myers, Allen, 2008). Става въпрос за конкретния принос на очаквания растеж в сегашната цена на обикновената акция.

Да допуснем, че една компания планира да изплаща цялата нетна печалба на една акция като дивидент (т.е. $DIV = EPS$). При равни други условия това означава, че реинвестираната печалба ще е нула, а оттам и очакваният темп на нарастване на печалбата също ще е нула ($g = 0$). Така моделът на Гордън за определяне на сегашната цена на една акция придобива следния вид:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} = \frac{EPS_1}{r} \quad (5)$$

където:

DIV_1 – очакваният дивидент след една година;

r – изискваната норма на възвръщаемост от акциите (цената на собствения капитал);

g – очакваният темп на нарастване на дивидентите;

EPS_1 – очакваната нетна печалба на една акция след една година.

Вижда се, че при подобно допускане – за нулев растеж, цената на обикновената акция е просто равна на капитализираната нетна печалба на една акция (EPS_1/r). Полученият резултат показва колко би струвала цената на една акция, ако игнорираме политиката на реинвестиране и растеж. След като знаем действителната пазарна цена на акцията, можем да определим каква част от нея се дължи на очаквания растеж. Това става като от сегашната пазарна цена извадим капитализираната нетна печалба на една акция ((EPS_1/r)). Полученият резултат е **настоящата стойност на възможностите за растеж – PVGO**.

По този начин цената на една обикновена акция може да бъде представена като сума от два компонента (Brealey, Myers, Allen, 2008):

Цена на 1 акция = Настоящата стойност (PV) на нетния доход (EPS) без растеж + Настоящата стойност на възможностите за растеж (PVGO)

или

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO \quad (6)$$

Нека да вземем разгледания пример в **точка 2**, илюстриращ как се отразява политиката на висок растеж върху стойността на една обикновена акция на фирмата.

Ще използваме последния вариант – за случая с фирма „СВА ” АД. Това е вариантът на добър растеж, показан в табл. 3. Параметрите са както следва:

Коефициент на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) = 15%,

Цена на собствения капитал (R_E) = 12%,

Целеви темп на растеж = 10%,

Коефициентът на задържане (b) = 0.667 ($g/ROE=10\%/15\%=0.667$),

Очакван нетен доход на една акция (EPS_1) = 6 лева,

Очакван дивидент на една акция = 2 лева ($EPS \times (1-b)=6 \times (1-0.667)=2$).

При това положение цената на една акция по модела на Гордън следва да е:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} = \frac{2}{0,12-0,10} = 100 \text{ лева}$$

Капитализираната стойност на нетния доход без растеж е:

$$\frac{EPS_1}{r} = \frac{6}{0,12} = 50 \text{ лева}$$

Както стана въпрос, PVGO е разликата между пазарната цена на акцията и капитализираната стойност на нетния доход без растеж. В този случай:

$$PVGO = P_0 - \frac{EPS_1}{r} = 100 - 50 = 50 \text{ лева}$$

Представена като сума от двата компонента, цената на една акция на „СВА“ АД ще изглежда по следния начин:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO = \frac{6}{0,12} + 50 = 50 + 50 = 100 \text{ лева}$$

В този конкретен случай приносът на всеки компонент в общата стойност на една акция е по 50%. Това е последната от петте разгледани комбинации за акциите на фирма „СВА“ АД, представени в табл. 5. (Те от своя страна са на базата на варианта в табл. 3 от предходната точка.) В табл. 5 цената на една акция е изчислена по модела на постоянно нарастващите дивиденди. След това е изчислена капитализираната стойност на нетната печалба на една акция, а PVGO е разликата между двете.

При първата комбинация приносът на PVGO в стойността на акцията разбираемо е равен на нула, поради това, че предвижданият растеж е нула (на първия ред на таблицата). С увеличаването на целевия темп на растеж, респективно и на реинвестираната печалба, PVGO нараства последователно на 2, 7.14, 14 и 50 лв. Така и приносът на PVGO като процент в общата стойност на акцията нараства съответно на 3.85, 12.50, 21.88, 50%.

Таблица 5
Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „СВА” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран EPS ₁	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията (%)
G	B	EPS ₁	DIV ₁	P ₀	r	EPS ₁ /r	P ₀ -EPS ₁ /r	PVGO/P ₀
0.00	0.00	6.00	6.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
2.00	13.33	6.00	5.20	52.00	12.00	50.00	2.00	3.85
5.00	33.33	6.00	4.00	57.14	12.00	50.00	7.14	12.50
7.00	46.67	6.00	3.20	64.00	12.00	50.00	14.00	21.88
10.00	66.67	6.00	2.00	100.00	12.00	50.00	50.00	50.00

Интересно е да се знае кой е *источникът* на PVGO. Това е очакваната *нетна настояща стойност* (NPV₁), получена от планираното реинвестиране на част от нетната печалба (доход) на една акция (EPS₁). Самата PVGO всъщност представлява капитализираната NPV₁ т.е. (Brealey, R., Myers, S., Allen, F., 2008):

$$PVGO = \frac{NPV_1}{r-g} \quad (7)$$

Важно е да се има предвид, че не става въпрос за еднократно реинвестиране, а за политика на продължаващо, устойчиво реинвестиране на част от печалбата, което осигурява темп на нарастване (g). Показателят NPV₁ се получава като разлика между настоящата стойност на прогнозираната допълнителна печалба от реинвестирането на част от EPS₁ и размера на инвестицията (реинвестираната печалба - EPS₁×b):

$$NPV_1 = -Investment + PV = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r} \quad (8)$$

От своя страна допълнителната нетна печалба е функция на размера на реинвестираната печалба (EPS₁×b) и нормата на възвръщаемост на тази инвестиция (ROE). В разгледания пример планираният коефициент на задържане (b) е 0.667, а ROE е 15% (табл. 5). При тези параметри реинвестираната печалба е 4 лв., допълнителната нетна печалба от реинвестирането възлиза на 0.60 лв., а NPV₁ е равна на 1 лев.

$$\begin{aligned} NPV_1 &= -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r} \\ &= -6,00 \times 0,667 + \frac{(6,00 \times 0,667) \times 0,15}{0,12} = 1,00 \text{ лев} \end{aligned}$$

При норма на дисконтиране (r) от 12% и темп на растеж (g) от 10%, PVGO на „СВА” АД е:

$$PVGO = \frac{NPV_1}{r-g} = \frac{1,00}{0,12 - 0,10} = 50,00 \text{ лева}$$

Категорията PVGO е много подходяща за свързване на концепцията на нетната настояща стойност за вземане на решение на ниво отделен проект с анализа на политиката на реинвестиране на ниво на компанията. Известно е, че нетната настояща стойност може да заема стойности по-големи от нула, равни на нула и по-малки от нула. От тук следва, че и PVGO може да е положителна, нула или отрицателна. Всичко зависи от това дали нормата на възвръщаемост на реинвестираната печалба е по-висока, равна или по-ниска от изискваната норма на възвръщаемост (цената на собствения капитал), което може да се види в следващите версии на примера за реализация на политиката на растеж. В табл. 6 е представен вторият вариант – за фирма „BAC” АД, при който $ROE = r = 12\%$.

Таблица 6
Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „BAC” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран EPS_1	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията
G	B	EPS_1	DIV_1	P_0	R	EPS_1/r	$\frac{P_0 - EPS_1/r}{EPS_1/r}$	$PVGO/P_0$
0.00	0.00	6.00	6.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
2.00	16.67	6.00	5.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
5.00	41.67	6.00	3.50	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
7.00	58.33	6.00	2.50	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00
10.00	83.33	6.00	1.00	50.00	12.00	50.00	0.00	0.00

От последните две колони на таблицата се вижда, че PVGO винаги е равна на нула, както и приносът ѝ за стойността на акцията, независимо от целевия темп на растеж и коефициента на задържане. Това се дължи на факта, че „произвежданата“ NPV_1 е равна на нула, т.е. капитализираната стойност на допълнителната печалба от реинвестирането е равна на стойността на реинвестираната печалба. Така, ако вземем отново последната комбинация, резултатът е както следва:

$$NPV_1 = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r}$$

$$= -6,00 \times 0,883 + \frac{(6,00 \times 0,883) \times 0,12}{0,12} = 0,00 \text{ лева}$$

В табл. 7 е представен и трети вариант – за фирма „ABC” АД, при който $ROE = 12\%$, а $r = 15\%$ (Този вариант всъщност съответства на първия разгледан вариант в точка 2). При него най-добра се оказва първата комбинация, при която 100% от EPS_1 се разпределя като дивиденти и нищо не се инвестира. В резултат на това PVGO е равна на нула. При всички останали комбинации между дивиденти и задържана печалба, PVGO е отрицателна. Колкото по-голяма част от печалбата се реинвестира, толкова по-отрицателна става PVGO, която се дължи на политиката на „лош растеж“, водеща до отрицателна NPV_1 .

Таблица 7

Настояща стойност на възможностите за растеж на акциите на „ABC” АД (лв.)

Целеви темп на растеж (%)	Коефициент на задържане (%)	Нетен доход на 1 акция	Очакван дивидент	Цена на 1 акция	Цена на собствения капитал (%)	Капитализиран EPS ₁	PVGO	PVGO, като % от цената на акцията
G	B	EPS ₁	DIV ₁	P ₀	r	EPS ₁ /r	P ₀ -EPS ₁ /r	PVGO/P ₀
0.00	0.00	6.00	6.00	40.00	15.00	40.00	0.00	0.00
2.00	16.67	6.00	5.00	38.46	15.00	40.00	-1.54	-4.00
5.00	41.67	6.00	3.50	35.00	15.00	40.00	-5.00	-14.29
7.00	58.33	6.00	2.50	31.25	15.00	40.00	-8.75	-28.00
10.00	83.33	6.00	1.00	20.00	15.00	40.00	-20.00	-100.00

Ако отново вземем за пример последната комбинация – с най-висок целеви темп на растеж, резултатите са както следва:

$$NPV_1 = -EPS_1 \times b + \frac{(EPS_1 \times b) \times ROE}{r}$$

$$= -6.00 \times 0.833 + \frac{(6.00 \times 0.833) \times 0.12}{0.15} = -1.00 \text{ лв.}$$

Съответно PVGO = -20 лв. и този отрицателен принос води до намаляване на стойността на една акция от 40 лв. при политиката на нулев растеж, до 20 лв. при политиката на висок растеж.

Определянето на PVGO и на относителния ѝ принос в общата стойност на акциите е полезно за изясняването на това кои от тях са *акции на растежа* (*growth stocks*) и кои са *акции на текущия доход* (*income stocks*). Брийли, Майърс и Ален дават пример с две групи компании, разделени според относителния дял на PVGO в общата им пазарна цена. Те са показани в табл. 8 (Brealey, Myers, Allen, 2008).

Таблица 8

Групи акции според приноса на PVGO в цената

Акция	Цена на 1 акция	Нетен доход на 1 акция (EPS)	Цена на собствения капитал – r	Капитализиран EPS (EPS/r)	PVGO = P-EPS/r	PVGO, като % от цената на акцията
1	2	3	4	5	6	7
<i>Акции на текущия доход</i>						
Cummins, Inc (\$)	118.18	12.03	0.157	76.62	41.56	35
Dow Chemical (\$)	39.90	4.11	0.125	32.88	7.02	18
Unilever (£)	14.16	0.896	0.091	9.85	4.31	30
Scottish Power (£)	7.40	0.462	0.097	4.76	2.64	36
<i>Акции на растежа</i>						
Microsoft (\$)	29.86	1.57	0.123	12.76	17.10	57
Starbucks (\$)	35.42	0.985	0.092	10.71	24.71	70
e2v Technologies (£)	3.80	0.234	0.150	1.56	2.24	59
Logica (£)	1.85	0.111	0.159	0.70	1.15	62

Акциите на първата група от четири компании – две американски и две британски, са определени като акции на текущия доход. Аргументът е, че относителният дял на PVGO в цената на 1 акция е относително нисък – движи се между 18 и 36%. Тук попадат Cummins, Inc., Dow Chemical, Unilever и Scottish Power. Акциите на втората група – отново две американски и две британски, са определени като акции на растежа поради високия дял на PVGO в пазарната цена – над 50%. Той е 57% при Microsoft, 59% при e2v Technologies, 62% при Logica и 70% при Starbucks.

4. Проблемни аспекти на реализирането на добър растеж

От дискутираните дотук въпроси стана ясно, че политиката на растеж на една компания по същество опира до компромис (trade-off) – по-ниски парични потоци сега за сметка на по-високи парични потоци в бъдеще. Асуат Дамодаран анализира същите проблеми по аналогичен начин, но на ниво цяло предприятие, като говори за **стойност на растежа (value of growth)**. Това всъщност е аналогично на анализирания вече PVGO. За целта той разделя активите на една компания на две части: **активи на място (assets in place)** и **активи на растежа (growth assets)** (Damodaran, 2012). Първите са активите в употреба, създаващи паричните потоци на настоящия етап. Втората част са бъдещите активи, които ще се придобият в резултат на реинвестирането на част от печалбата. От тях се очаква да създават допълнителни парични потоци в бъдеще. За определяне на **стойността на растежа** е необходимо да определим поотделно:

- 1) оперативната стойност на компанията (PV) при реално провежданата политика на растеж;
- 2) стойността на активите на място, т.е. оперативната стойност на компанията при допускането за нулев растеж.

Да разгледаме една компания „XYZ” със следните параметри:

Инвестиран капитал (IC) = 50 000 000 лева
 Коефициент на възвръщаемост на инвестиция капитал (ROIC) = 15%
 Цена на инвестиция капитал (WACC) = 10%
 Целеви темп на растеж (дългосрочен) = 5%
 Коефициентът на реинвестиране на NOPLAT (b) = 0.333 ($g/ROIC=5\%/15\%=0.333$)
 Очаквана нетна оперативна печалба ($NOPLAT_1$) = 7 500 000 лева ($IC \times ROIC$).

Оперативната стойност следва да е:

$$\begin{aligned}
 \text{Operating Value} &= \frac{NOPLAT_1 \times (1 - g/ROIC)}{WACC - g} \\
 &= \frac{7\,500\,000 \times (1 - 0.05/0.15)}{0.10 - 0.05} = \frac{5\,000\,000}{0.10 - 0.05} \\
 &= 100\,000\,000 \text{ лева}
 \end{aligned}$$

Стойността на активите на място е:

$$\text{Value of Assets in Place} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC}} = \frac{7\,500\,000}{0,10} = 75\,000\,000 \text{ лева}$$

Стойността на растежа (value of growth) е разликата между така определените оперативна стойност и стойност на активите на място:

$$\begin{aligned}\text{Value of Growth} &= \text{Operating Value} - \text{Value of Assets in Place} \\ &= 100\,000\,000 - 75\,000\,000 = 25\,000\,000 \text{ лева}\end{aligned}$$

Дамодаран изтъква три съществени компонента (детерминанти), които предопределят стойността на растежа (Damodaran, 2015):

- ниво (темп) на растежа;
- продължителност на растежа;
- възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал.

Ниво (темп) на растежа

По отношение на първата детерминанта – **темп на растежа**, най-чест проблем са прекалено оптимистичните стойности, които се задават в прогнозните модели. Една от причините за това е т. нар. “wishful thinking” (пожелателно мислене) при изготвянето на много от разчетите за бъдещите приходи и разходи за отделни проекти или за компанията като цяло. Когато една компания е с висок текущ темп на нарастване (g), най-често при прогнозирането взема връх изкушението този темп да се екстраполира в дългосрочен план. На базата на своите наблюдения и изследвания Коупланд, Мърин и Колер стигат до извода, че в исторически план „анализаторите са показали твърде ограничени умения в прогнозирането на ценовите промени на акциите на S&P 500“. Освен това те обикновено допускат постоянен темп (g) до безкрай (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Колер, Гьодхарт и Уесълс отбелязват, че според преобладаващото мнение на специалистите, анализаторите се фокусират върху краткосрочния темп и прогнозите им за (g) са силно изкривени нагоре (Koller, Goedhart, Wessels, 2005).

При определянето на бъдещия очакван темп на растеж на една компания е необходим преди всичко реализъм. Това означава да се вземат под внимание фундаменталните ограничители на растежа, които биха могли да се разделят на външни и вътрешни. Важен ограничител е общият пазарен обем, в комбинация с пазарния дял, на който разчита съответната компания. Пазарът в масовия случай е ограничен, дори и когато нараства. Не трябва да се забравят и конкурентите, които също се борят за по-висок пазарен дял. В краткосрочен план може и да се откриват атрактивни пазарни ниши пред фирмата, но те рядко се задържат за дълго, предвид свободното движение на капитали. Всяко правило си има изключения, налице са редица примери за необичайно висок продължителен растеж, но все пак това са изключения. Става въпрос за компаниите, които са в състояние да поддържат трайни конкурентни

предимства, или както се изразява Уорън Бъфет, имат „икономически ров“ (Brush, 2011).

Освен пазарът като външен ограничител, важен фактор е капацитетът на самата фирма да генерира растеж. Във връзка с това препоръваният начин за определяне на бъдещия темп на растеж е като *вътрешен темп*, понеже той отчита реалните възможности на фирмата. Извеждането на вътрешния темп (g) беше показано в началото на предходната точка – като функция на целевия темп на растеж и възвръщаемостта на собствения капитал (т.е. $g=ROE \times b$). Така на ниво собствен капитал (или на една акция), ако $ROE=15\%$, а $b=0.60$, възможният темп на растеж ще е не повече от:

$$g = ROE \times b = 15,00\% \times 0,60 = 9,00\%$$

Прогноза над тази стойност би била нереалистична.

Вътрешният темп на растеж всъщност е темпът, който компанията може да постигне без мобилизирането на средства от външни източници. Ако планираме растежа на активите на тази база, той ще е (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\text{Вътрешен темп на растеж (g)} = \frac{\text{задържана нетна печалба}}{\text{нетни активи}}$$

С други думи, тази задържана нетна печалба ще бъде инвестирана в нови активи, които да „произведат“ допълнителни приходи, а оттам и бъдещата допълнителна печалба. При равни други условия темпът на нарастване на нетната печалба следва да е равен на темпа на нарастване на активите и приходите. Като умножим числителя и знаменателя в горния израз по нетната печалба (NI) и собствения капитал (E), можем да добием по-пълна представа за детерминантите на вътрешния темп на растеж. Изразът придобива следния вид (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\begin{aligned} \text{Вътрешен темп на растеж (g)} &= \frac{\text{задържана нетна печалба}}{\text{нетна печалба}} \times \frac{\text{нетна печалба}}{\text{собствен капитал}} \\ &= \frac{\text{задържана нетна печалба}}{\text{нетна печалба}} \times \frac{\text{нетна печалба}}{\text{собствен капитал}} \\ &= \text{коэффициент на задържане (b)} \times ROE \\ &= \text{коэффициент на задържане (b)} \times \frac{\text{нетна печалба}}{\text{нетни активи}} \end{aligned}$$

Да вземем следния пример за компания „ZYX“:

Предоставен от инвеститорите капитал = 50 000 000 лева,

Нетни активи (ДА+НОК) = 50 000 000 лева,

Дълг (D) = 20 000 000 лева,

Собствен капитал (E) = 30 000 000 лева,

Печалба преди лихви и данък (EBIT) = 6 000 000 лева,

Нетна оперативна печалба (NOPLAT) = 5 400 000 лева,

Годишни лихви = 1 800 000 лева,

Нетна печалба за акционерите (NI) = 3 780 000 лева,

Възвръщаемост на предоставения капитал (ROC) = 10.80%,

Лихвен процент по дълга = 9.00%,

Данък върху печалбата = 10.00%,

Възвръщаемост на собствения капитал (ROE) = 12.60%,

Коефициент на задържане на нетната печалба NI (b) = 0.45,

Собствен капитал / нетни активи = 0.60.

При тези параметри възможният темп растеж на компания „ZYX“, в резултат единствено на реинвестираната нетна печалба, следва да е:

$$\text{Вътрешен темп на растеж (g)} = 0,45 \times 12,60\% \times 0,60 = 3,40\%$$

Единствените начини за постигане на по-висок растеж при тези условия са: 1) Реинвестиране на по-висок дял от нетната печалба; 2) По-висока норма на възвръщаемост на собствения капитал; 3) По-ниско начално съотношение „дълг/собствен капитал“.

Важно е отново да се подчертае, че горният изчислен растеж от 3.40% е при допускането за нулеви емисии както на акции, така и на дълг. Реинвестирането на част от печалбата без паралелни емисии на дълг ще доведе до постепенно нарастване на относителния дял на собствения капитал за сметка на дълга, т.е. до намаляване на финансовия ливъридж. Когато финансовото ръководство на фирмата смята, че е постигнало целевата капиталова структура, то обикновено се стреми да я възпроизвежда и в бъдеще. Казано по друг начин, политиката на финансиране ще е такава, че да поддържа устойчива капиталова структура. За целта при всяко реинвестиране на част от нетната печалба трябва да се емитира съответстваща порция дълг (нито повече, нито по-малко), за да се поддържа постоянно съотношение „дълг/собствен капитал“. Така се стига до един вид **устойчив темп на растеж** – максималният темп на растеж, който фирмата може да достигне, без да увеличава финансовия ливъридж. Така за компания „ZYX“ темпът ще е (Brealey, Myers, Allen, 2008):

$$\text{Устойчив темп на растеж (g)} = \text{коефициент на задържане (b)} \times \text{ROE}$$

=

$$= 0,45 \times 12,60\% = 5,67\%$$

Продължителност на растежа

Втората детерминанта на *стойността на растежа* – **продължителност на растежа**, е не по-малко важна. Голяма част от грешките по отношение на темпа (нивото) на растеж са пряко свързани с нея, поради прекалено продължителното екстраполиране на първоначалния висок темп. Една от причините е свързана с игнорирането на нарастващата база, върху която се изчислява темпът на растеж за по-отдалечените в бъдещето периоди. При бързо развиващи се, наскоро стартирали компании, първоначалната база за изчисляване на темповете на растеж на активите, приходите и печалбите е изключително ниска. Тогава дори и скромният в абсолютно изражение растеж води до висок относителен темп на нарастване. С нарастващата база обаче, особено при бърз растеж, нещата в следващите години много сериозно се променят и това трябва да бъде отчетено. Много редки са случаите, когато една компания успява да поддържа внушителен растеж за дълъг период от време. Често даван пример в това отношение е компания Гугъл, но дори и при нея ясно се забелязва ефектът на нарастващата база.

В табл. 9 е показано точно това внушително нарастване на приходите й. Нарастването в абсолютно изражение през втората половина на десетгодишния период е много по-голямо в сравнение с това през първата половина. Така през 2002 г. то е само 354 млн., през 2003 г. – 1724 млн., а през 2007 вече е 5988 млн. Независимо от това, при темпа на нарастване (в процентно изражение) нещата са точно противоположни. През 2002 г. процентното нарастване спрямо 2001 г. е цели 411.63%, през 2003 г. е 232.95%, през 2004 г. е 117.68%. С всяка следваща година темпът на нарастване отбелязва сериозен спад, за да слезе до 23.97% през 2010 г., което е в резултат на *нарастващата база (ефекта на мащаба – scaling growth)*. Колкото по-голямо е нарастването, толкова по-бързо расте и базата за изчисляване на темпа на растеж през следващите години. Немалка част от анализаторите и инвеститорите са склонни да екстраполират високия темп (g) от първите години на висок растеж за дълъг период в бъдеще. В този случай, както се вижда от таблицата, средно геометричният темп на нарастване, от точка до точка, за периода 2001-2010 г. е 91.17%. Той е висок най-вече поради екстремно високите годишни темпове в началото. Не са редки случаите, когато в прогнозите неоснователно се залага подобен висок темп в средносрочен план. В подобни случаи много по-показателен за бъдещия възможен растеж е темпът от последните години, имплицитно отчитащ нарасналата база. От таблицата се вижда също и изчисленият средно геометричен темп, от точка до точка, за втората част на периода 2006-2010 г. Той разбираемо е значително по-скромен – 28.95%.

Във фиг. 1 нагледно са илюстрирани коментираните особености и ефекта на нарастващата база. Долната част на стълбовете (в синьо) отразява само част от годишните приходи, без нарастването спрямо предходната година. Затова числата върху синята част на стълбовете се явяват равни на приходите от предходната година. Горната част на стълбовете (в кафяво-червено), изразява нарастването спрямо предходната година. Същото важи и за числата върху тях – те показват размера на това нарастване както в абсолютно изражение, така и в процент. Както

стана ясно по-горе, процентите намаляват значително надясно по графиката, независимо че нарастването в абсолютно изражение става все по-голямо.

Таблица 9

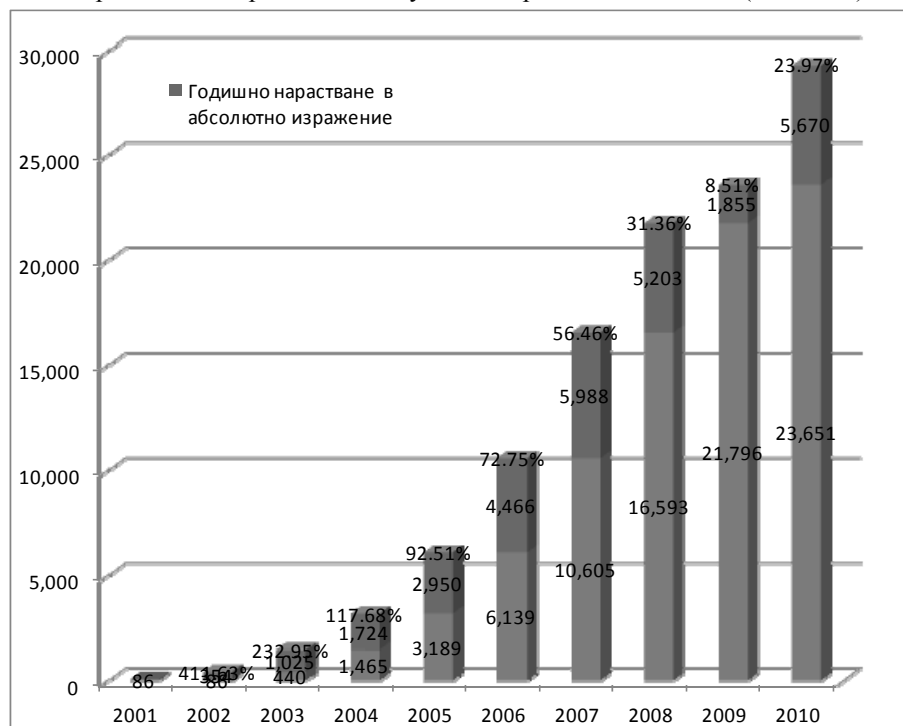
Нарастване на приходите на Гугъл за периода 2001-2010 г. (млн. дол.)

Година	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Годишни приходи	86	440	1 465	3 189	6 139	10 605	16 593	21 796	23 651	29 321
Годишно нарастване (абсолютно изражение)		354	1 025	1 724	2 950	4 466	5 988	5 203	1 855	5 670
Темп на нарастване (%)		411.63	232.95	117.68	92.51	72.75	56.46	31.36	8.51	23.97
Средно геометричен темп на нарастване 2001-2010 г. (%)		91.17								
Средно геометричен темп на нарастване 2006-2010 г. (%)		28.95								

Източник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Фигура 1

Нарастване на приходите на Гугъл за периода 2001-2010 г. (млн. дол.)



Възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал

Третата детерминанта на *стойността на растежа* е нормата на **възвръщаемост на допълнително инвестиция капитал**. От дискутирания начин на извеждане на вътрешния темп на растеж стана ясно, че нормата на възвръщаемост на допълнително направените инвестиции е ключова за бъдещия темп на растеж, както и за продължителността на растежа. Високата норма на възвръщаемост на новите инвестиции дава възможност за висок растеж при относително ниска норма на реинвестиране на печалбата, водещо до голяма стойност на растежа.

Когато една фирма е с много добри текущи финансови показатели, това неизменно включва относително висока текуща *норма на възвръщаемост* както на ниво цяло предприятие (ROIC), така и на ниво собствен капитал (ROE). В подобни ситуации е естествен стремежът на мениджмънта на тази фирма да търси възможности за разширяване на базата за реализиране на печалба, т.е. за мултиплициране на високите финансови резултати, посредством инвестиране в нови доходноосни проекти. Проблемът пред всички мениджъри в това отношение е, че достъпните за инвестиране проекти с голяма доходност са винаги ограничени. Насочването на капитали е първо към проектите с най-висока възвръщаемост и така тези ниши бързо се запълват. Следващите възможности са за проекти с по-скромна възвръщаемост. С други думи, **маргиналната норма на възвръщаемост (маргинална ROIC)** от всяка следваща инвестиция постепенно намалява. Налага се мениджърите да се задоволяват с все по-ниска доходност от допълнителните инвестиции. Колкото по-агресивна е една компания по отношение на инвестициите с цел растеж, толкова повече се сблъсква с инвестиционни варианти с намаляваща маргинална възвръщаемост. Това е илюстрирано на фиг. 2. Ако първите одобрени проекти предлагат ROIC от 15%, то следващите вече ще предлагат по-скромна норма, като например 13%. По-нататъшното разпространение върху нови проекти в най-честия случай води до още по-ниска възвръщаемост.

Фигура 2



Възможностите за нови инвестиции пред компаниите, в преследването на разширяване и растеж, се свеждат до два основни варианта: 1) *сливания и придобивания* на други компании (*M&A*) и 2) *вътрешни инвестиции в собствения бизнес*, т.е. т. нар. *органичен растеж (organic growth)*.

Сливанията и придобиванията на други компании са привлекателна алтернатива за мениджърите пред намирането и реализацията на рентабилни проекти за развитие на собствения бизнес. Затова честа причина за придобиването на други бизнеси е липсата на атрактивни варианти за вътрешни инвестиции, в които да се насочат свободните парични ресурси. Да допуснем, че ръководството на компанията иска да излезе на даден пазар с иновативен продукт. Компанията обаче не притежава необходимия капацитет да разработи продукта достатъчно бързо, за да реализира висока възвръщаемост от инвестицията. В подобни ситуации, най-добрият начин е да се придобие малка компания, която вече е в процес на разработване на такъв продукт. В други случаи, като излизането на чужд, задграничен пазар, е необходимо да се създаде квалифицирана работна сила и мрежа за продажби на място, което би отнело години. Алтернативно това би могло да се постигне само за няколко месеца посредством придобиването на подходяща местна фирма в дадения сектор.

Множество емпирични изследвания са посветени на въпроса дали сливанията и придобиванията създават стойност за акционерите. Трудно може да се оспори фактът, че те създават стойност за акционерите на придобиваните компании – за продавачите, като се има предвид, че средната премия над пазарната цена на една акция, която им се предлага, възлиза на около 30% (Koller, Goedhart, Wessels, 2005). По отношение на акционерите на придобиващите компании, т.е. на инвеститорите, изводите не са така категорични. Все пак, повечето изследвания сочат, че придобиващите компании загубват средно между 1 и 3% от пазарната цена на собствените си акции след придобиването (Koller, Goedhart, Wessels, 2005). Сравнително нисък е делът на сполучливите сливания и придобивания, които създават стойност за акционерите на придобиващите компании. Възможностите обаче за висока доходност по линия на този тип инвестиции са силно ограничени.

Когато една компания придобива друга компания, тя придобива и нейните активи, които са както материални – земя, сгради, машини, оборудване, така и нематериални – патенти, клиентела, търговска марка, ноу-хау на работната сила. Инвестиция с подобен размер може да се направи за създаване на същите активи вътрешно. Ако компанията има възможност за такъв *органичен растеж*, подобни вътрешни инвестиции обикновено носят по-висока възвръщаемост отколкото придобиванията на други фирми. И все пак, възможностите за органичен растеж не са неизчерпаеми. От един момент нататък нормата на възвръщаемост на тези инвестиции започва да намалява.

Нормата на възвръщаемост на инвестициите е функция от няколко променливи, но в най-голяма степен се влияе от маржина на печалбата – *нетния маржин* на ниво собствен капитал и *нетния оперативен маржин* на ниво инвестиран капитал. Различните отрасли и бизнеси се характеризират с различен маржин на печалбата. Ниският маржин на печалбата би трябвало да доведе до ниски ROIC и ROE. Това все още не означава, че всички компании с нисък нетен и оперативен маржин трябва да

са с лоши финансови резултати и да не създават стойност. Много компании и бизнеси разчитат на висок оборот, което често се постига за сметка на нисък оперативен маржин. Те залагат на това да са лидери по обем на продажбите. Други залагат на висок маржин, като се стремят да бъдат ценови лидери. Не винаги вторите са с по-добри резултати от първите. Тук е мястото да се отбележи, че върху възвръщаемостта влияе и друга важна променлива, която не е коментирана досега. Във връзка с това е уместно да изразим коефициентите ROIC и ROE по следния начин:

$$\begin{aligned}
 ROIC &= \frac{NOPLAT}{\text{Инвестиран капитал}} = \frac{NOPLAT}{\text{Продажби}} \times \frac{\text{Продажби}}{\text{Инвестиран капитал}} = \\
 &= \text{Нетен оперативен маржин} \times \text{Обръщаемост на капитала} \\
 ROE &= \frac{NI}{\text{Собствен капитал}} = \frac{NI}{\text{Продажби}} \times \frac{\text{Продажби}}{\text{Собствен капитал}} = \\
 &= \text{Нетен маржин} \times \text{Обръщаемост на собствения капитал}
 \end{aligned}$$

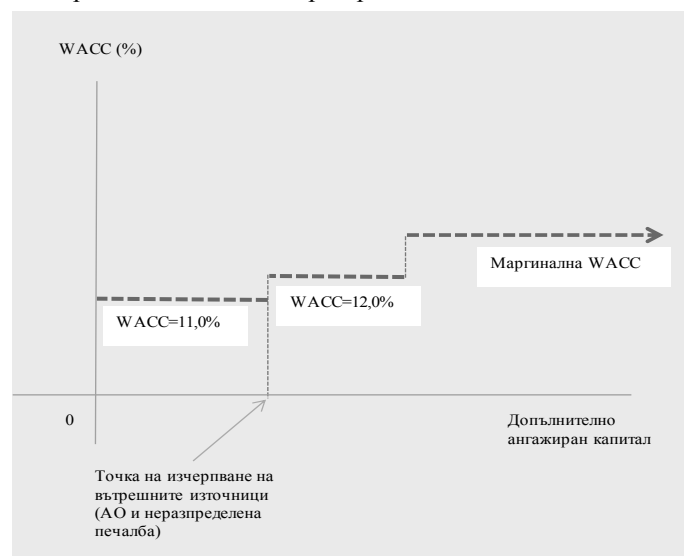
От равенствата се вижда, че въпросната променлива на ниво цяло предприятие е „*обращаемост на капитала (на инвестирания капитал)*“, а на ниво собствен капитал е „*обращаемост на собствения капитал*“. Обикновено бизнесите с нисък маржин се характеризират с по-високи коефициенти на обращаемост на общо инвестирания и на собствения капитал. Тези коефициенти компенсират ниския маржин и водят до реализирането на достатъчно висок ROIC, респективно достатъчно висок ROE. Това обяснява как компанията с нисък маржин също могат да създават икономическа добавена стойност. Проблемът е, че с осъществяването на все нови и нови инвестиционни проекти за създаване на нови продукти, фирмите излизат на нови пазари, срещат все по-силна конкуренция, което допълнително понижава оперативния и нетния маржин и/или забавя обръщаемостта на активите. Това води до необходимостта от по-големи инвестиции за единица реализирана печалба, а оттам и до постепенно намаляване на ROIC и ROE.

5. Маргинална цена на капитала и възвръщаемост на новите инвестиции в условията на формиращи се капиталови пазари

В предходната точка бяха разгледани *трите компонента*, от които зависи *стойността на растежа*. Една относително висока стойност на растежа обаче, сама по себе си, не гарантира създаването на *икономическа добавена стойност* за компанията, респ. реализирането на *добър растеж*. Дали това се случва на практика, зависи и от *цената*, която се плаща за растежа. Най-добър израз на това е *цената на ползания капитал*.

Фигура 3

Формиране на маргиналната WACC при привличане на допълнително финансиране



Една често срещана слабост при определянето на цената на капитала за нуждите на анализа и оценката на нови инвестиционни проекти е използването на **историческа цена**. Това е цената на осигуреното в миналото финансиране, което обикновено води до подценяване на прилаганата норма на дисконтиране, съответно до надценяване на ефективността на новите инвестиции. Инвестициите в нови проекти изискват ново финансиране, което може да се осигури от вътрешни или външни източници. Известно е, че тези вътрешни източници включват неразпределената печалба и свободните натрупани средства от амортизационни отчисления. Когато подобни вътрешни източници липсват или са недостатъчни за финансиране на капиталово-инвестиционните проекти, компанията се насочва към капиталовия пазар като емитира дългосрочни ценни книжа или сключва нови банкови заеми. **Цената на така привлечения допълнителен капитал е маргиналната цена на капитала**. Тя е много по-актуална и представителна за цената на новото финансиране, отколкото историческата цена. Привличането на допълнителни средства от капиталовите пазари обикновено води до известно увеличение на цената на финансирането. Поради тази причина маргиналната средно претеглена цена на капитала (*WACC*) е най-често по-висока от досегашната *WACC*. Това е демонстрирано на фиг. 3: Ако първоначалната *WACC*, до изчерпване на вътрешните източници на финансиране, е 11%, то с набирането на допълнителен капитал на пазара тя обикновено се покачва, примерно на 12%. При всяко следващо набиране на капитал **маргиналната WACC** се покачва допълнително.

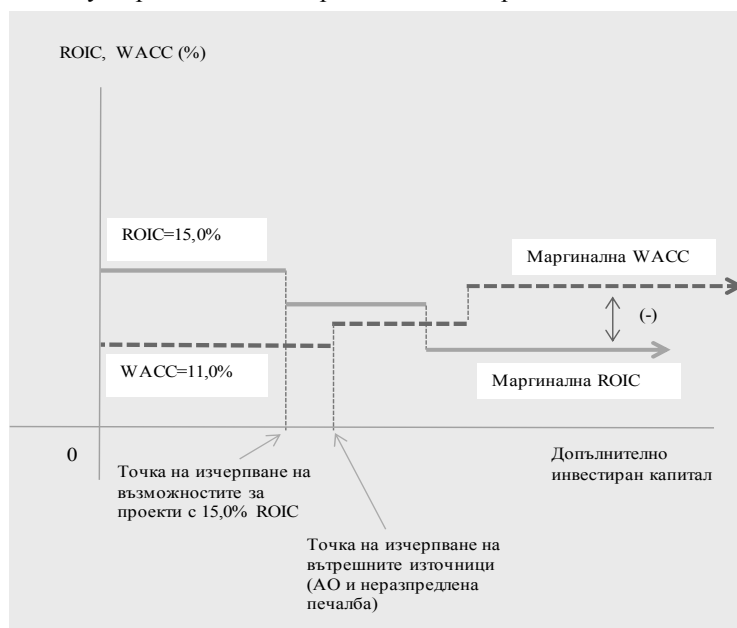
Тенденцията за нарастване на маргиналната цена на капитала се дължи основно на два фактора: *емисионните разходи* и *риска*. Така, при емисията на собствен капитал,

цената за фирмата-емитент се покачва над изискваната норма на възвръщаемост за инвеститорите в нови акции поради *емисионните разходи*. Самата изисквана норма на възвръщаемост от страна на инвеститорите също нараства поради *риска*, с който инвеститорите свързват всяка нова емисия на пазара. Колкото повече и по-големи последващи емисии осъществява една компания, толкова по-висока става изискваната норма на възвръщаемост от страна на пазара.

Така се стига до „ножицата“ между *маргиналната ROIC* и *маргиналната WACC*, която е показана на фиг. 4. Вижда се, че първо се инвестира в най-високо рентабилните проекти, когато все още и цената на капитала е относително по-ниска. В резултат на това тези инвестиции водят до добър растеж и до създаване на значителна икономическа добавена стойност. При следващата серия от проекти положителната разлика между ROIC и WACC намалява, но остава положителна до определен момент. След този момент обаче маргиналната цена на капитала се покачва над маргиналната норма на възвръщаемост от проектите и спредът между тях става отрицателен. Резултатът е, че компанията влиза в режим на *лош растеж* и започва да „изяжда“ *икономическа добавена стойност*. При всяка следваща инвестиция отрицателната разлика между ROIC и WACC нараства, заедно с произтичащите негативни ефекти.

Фигура 4

Ножица между маргиналната възвръщаемост и маргиналната цена на капитала



Коментираната ситуация е характерна както за развитите, така и за формиращите се капиталови пазари. В условията на последните обаче предизвикателствата по отношение на постигането на добър растеж са още по-големи поради една важна

особеност – по-високата цена на капитала, дължаща се на изискваната **странова премия за риск** на тези формиращи се пазари. Във връзка с това е необходимо първо да се отговори на въпроса: „Трябва ли действително да има допълнителна премия за риск за страните с формиращи се капиталови пазари?” Според някои автори (Copeland, Koller, Jack Murrin, 2000) страновият риск е диверсифицируем и не следва да има премия за риск за отделните страни. Според Райли и Браун обаче, специфична премия за риск трябва да се изчислява за инвестициите в акции за всяка страна (Reilly, Brown, 2003). Мотивът им е, че следните пет рискови компонента: бизнес риск, финансов риск, ликвиден риск, валутен риск и странови риск, са различни за различните страни. Необходимостта от премия за странови риск за формиращи се и малки пазари се споделя и от Дамодаран (Damodaran, 2002).

В България има доста несъгласни с такова разбиране, че обикновените акции на формиращи се пазари като българския са по-рискови че изискваната от тях норма трябва да съдържа по-висока рискова премия, отколкото на водещите капиталови пазари. Един от аргументите на тези участници на нашия пазар е, че финансовата криза започна именно на водещи капиталови пазари, следователно те са не по-малко рискови.

Не можем обаче да игнорираме факта, че акциите на развиващите се пазари са по-променливи и с по-високи стандартни отклонения. В подкрепа на този факт в табл. 10 са включени някои показатели за мащабите на последния срив на американските фондови пазари и на Българската фондова борса. Добре се вижда от таблицата, че нашият SOFIX е загубил много по-голяма част от стойността си, отколкото американските DJIA и S&P 500. Когато е на дъното на 24 февруари 2009 г., SOFIX е загубил 86.69% от върховата си стойност.

Таблица 10

Максимални и минимални стойности на някои индекси преди и след финансовата криза

Индекс	Дата	Върхова стойност преди кризата	Минимум	Стойност на 22.05.2015 г.
DJIA	08.10.2007 г. 02.03.2009 г. 22.05.2015 г.	14093	6626	18232.02
% от върховата стойност		100.00	47.02	129.37
Изменение (%)			-52.98	+29.37
S&P 500	08.10.2007 г. 02.03.2009 г. 22.05.2015 г.	1561.80	683.38	2126.06
% от върховата стойност		100.00	43.76	136.13
Изменение (%)			-56.24	+36.13
SOFIX	15.10.2007 г. 24.02.2009 г. 22.05.2015 г.	1952.40	259.95	484.41
% от върховата стойност		100.00	13.31	24.81
Изменение (%)			-86.69	-75.19

Източник: <http://finance.yahoo.com/q?s=%5EGSPC>, <http://www.bse-sofia.bg>.

За сравнение DJIA и S&P 500 са загубили много по-малък процент от стойността си, когато са били на дъното – съответно 52.98 и 56.24%. Нивата им към март 2013 г., когато DJIA и S&P 500 „счупиха“ рекордите отпреди кризата, на практика се възстановиха, т.е. достигат и надхвърлят 100% от максималната им стойност от 2007 г. (Ненков, 2014). Към 22 май 2015 г. DJIA е на ниво 18 232.02, възлизащо на 129.37% от върховата стойност отпреди кризата, а S&P 500 е на ниво 2126.06, възлизащо на 136.13% от върховата стойност отпреди кризата. С други думи, стойността за инвеститорите в американските индекси не само е възстановена, но те вече имат и капиталова печалба. Същевременно индексът SOFIX към 22 май 2015 г., седем години след началото на кризата, все още е на ниво 484.41. Това представлява едва 24.81% от върховата стойност, т.е. има за възстановяване още 75.19%. Не е ясно още колко години ще са необходими за да се доближат пред кризисните нива. Очертава се нещо подобно като на японския пазар на акции от 1989 г. насам (Ненков, 2007).

Вижда се, че огромната разлика между SOFIX и американските индекси е не само по отношение на мащаба на спада, а и по отношение на времето, необходимо за възстановяване не предишните нива. Това е само поредното доказателство, че цените на акциите на българския пазар са много по-променливи и рискът за инвеститорите е много по-висок. Така в крайна сметка включването на странова премия за риск при определянето на изискваната норма на възвръщаемост от инвестициите на нашия пазар се оказва напълно обосновано.

В практиката на големите международни инвеститори и консултантски компании премията за странови риск за формиращи се пазари е нещо нормално. Например, съгласно един от прилаганите подходи за изчисляване на цената на собствения капитал за различни страни от страна на *Goldman Sachs Asset Management* през 2013 г., получените стойности за развитите капиталови пазари са както следва: САЩ – 6.6%, Великобритания – 7.5%, Западна Европа (без Великобритания) – 7.4%, Япония – 4.2%. Същевременно значително по-висока е получената цена на собствения капитал на формиращи се капиталови пазари, за т.нар. BRICs – 13.2% за Бразилия, 14.6% за Китай, 13.6% за Индия и 15.8% за Русия. Това се дължи не само на по-високата очаквана инфлация в тези страни, но и на по-високата премия за риск, включваща в себе си и странова рискова премия (O'Neill, 2013). От подобен порядък трябва да е цената на капитала и на останалите формиращи се пазари, в т.ч. и България (Ненков, 2005).

С други думи, изискваната от международните инвеститори норма на възвръщаемост от инвестициите на формиращия се капиталов пазар на България е значително по-висока от тази на развитите капиталови пазари. Във връзка с това цената на собствения капитал за България е подходящо да се изчислява като се приложи подход, основаващ се на зрял, развит капиталов пазар. Той включва определяне на цената на собствения капитал на избран развит пазар (в случая американския) посредством Модела за оценка на капиталовите активи (CAPM). След това се извежда и добавя премия за странови риск на базата на усреднения спред по държавните облигации, коригиран с коефициент заради по-високия риск на обикновените акции спрямо облигациите (Damodaran, 2002). При равни други

условия е обосновано да се добавя и премия за специфичен риск поради по-малкия размер на българските фирми, най-често в диапазона от 2 до 6 процентни пункта (Fishman, Wilson, Griffith, Meltzer, 1997). Така цената на собствения капитал за пазарния портфейл в България към средата на 2015 г. се извежда по следния модел (Ненков, 2012), (Ненков, 2012, с. 2):

$$\begin{aligned} R_E (RRR_E) &= \text{Безрискова норма (САЩ)} + \text{Бета} \times \text{Рискова премия (САЩ)} + \\ &+ \text{Премия за странови риск (спред по държавните облигации} \times 1.5) \\ &+ \text{Премия за по-малкия размер на предприятията} \\ &= 2.18\% + 1.0 \times 5.90\% + 1.90\% \times 1.5 + 3.00\% = \\ &= 8.08\% + 2.85\% + 3.00\% = \\ &= 13.93\% \end{aligned}$$

В случая е определена текуща (подразбирана) цена на собствения капитал на американския пазар към края на юли 2015 г. от 8.08%, на базата на 2.18% текуща безрискова норма и 5.9% текуща премия за риск. Усредненият спред по българските държавни облигации е 1.9%. За получаване на страновата премия за риск от 2.85%, този спред е умножен по коефициент 1.5, изразяващ средното съотношение между стандартните отклонения на портфейлите от обикновени акции и стандартните отклонения на портфейлите от облигации на формиращите се капиталови пазари. След добавяне на премия за по-малкия размер на предприятията от 3%, се получава средна цена на собствения капитал за дружествата на Българска фондова борса от 13.93%.

В табл. 11 са показателите ROE (възвръщаемост на собствения капитал), ROA (възвръщаемост на активите) и ROCE (възвръщаемост на ангажирания капитал) към юли 2015 г. на 10 публични дружества на БФБ от реалния сектор, включени в индекса SOFIX. В извадката не са включени търговските банки и дружествата със специална инвестиционна цел (АДСИЦ) от индекса. Преобладават ниските коефициенти – средният ROE е едва 2.91%, много по-нисък от изведената по-горе средна цена на собствения капитал за България. При това положение икономическата добавена стойност, средно за тази извадка от компании в представителния ни индекс, би трябвало да е отрицателна величина.

Средният коефициент на задържане от 0.53 свидетелства за сериозно реинвестиране на нетната печалба. При тази ниска средна възвръщаемост обаче това не води до увеличаване на стойността, а стимулира процеса на разрушаване на стойност. Единствено при „М+С Хидравлик” разликата между ROE и R_E е положителна и реинвестирането води до създаване на икономическа добавена стойност.

Оказва се, че провежданата политика на усилено реинвестиране с цел капиталови печалби и поддържане на по-висок темп на растеж е необоснована за повечето от дружествата в индекса. Логичният извод е, че и растежът, който се финансира от задържаната печалба, не винаги допринася за нарастване на стойността за собствениците. През периоди на рецесия, характеризирани се предимно с

отрицателна разлика между ROE и R_E , в доста случаи по-подходяща се оказва политиката на изплащане на печалбата под формата на дивиденди или посредством обратното изкупуване на акции. Това дава възможност на акционерите евентуално сами да насочат получените парични потоци в алтернативни инвестиции с по-висока норма на възвръщаемост, което в крайна сметка би увеличило възвръщаемостта и стойността на техните акции.

Таблица 11
Основни коефициенти на 10 компании включени в индекса SOFIX за юли 2015 г.

Дружество	ROE (%)	ROA (%)	ROCE (%)	Коефициент на изплащане	Коефициент на задържане
Софарма АД	5.97	4.13	4.80	0.34	0.66
Монбат АД	9.13	6.77	7.05	0.43	0.57
Химимпорт	3.68	2.74	2.40		
Албена АД	2.01	1.54	2.26	0.24	0.76
М+С Хидравлик АД	16.53	13.79	17.53	0.72	0.28
Неохим	-21.33	-10.20	-11.64		
Холдинг Варна	-1.04	-0.71	-0.32		
Еврохолд България	0.32	0.25	1.20	0.33	0.67
Стара планина Холд АД	7.66	7.13	6.68	0.76	0.24
Индустриален капитал холдинг АД	6.15	6.10	5.99		
Средна	2.91	3.15	3.60	0.47	0.53

Източник: <http://www.infostock.bg/infostock/control/issues>.

Коментираните обстоятелства са важни, тъй като основна притегателна сила за инвеститорите е възможността да реализират икономическа добавена стойност. За да се случи това, страната ни трябва да е в състояние да предложи други сериозни конкурентни предимства, които да компенсират по-високата цена на капитала, при това в степен, достатъчна да направи България по-привлекателна в сравнение с останалите формиращи се капиталови пазари в региона и в глобален план. Очевидно този аспект е ключов по отношение на привличането на чуждестранни инвестиции. Поради това е още по-наложително да се анализират характерните нива на цената на капитала в различните сектори на страната от една страна и фактическите предлагани нива на възвръщаемост на вложения в същите сектори капитал, от друга. Това би помогнало при приоритизирането на секторите, които са с най-висок потенциал за създаване на икономическа добавена стойност, а оттам и за привличането на успешни чуждестранни инвеститори.

Използвана литература

- Георгиев, И. (2001). Растежът на фирмата. С.: УИ “Стопанство”.
- Ненков, Д. (2007). Научни трудове на УНСС. Том 2, Коефициентни методи за определяне стойността на компаниите. Същност и особености на коефициента “цена-доход”.
- Ненков, Д. (2014). Новите рекорди на американския пазар на акции – висока действителна стойност или поредният балон? – Икономически и социални алтернативи, N 4.
- Ненков, Д. (2005). Оценка на инвестициите в реални активи. С.: УИ “Стопанство”.

- Ненков, Д. (2012). Проблеми на определяне премията за риск и цената на собствения капитал на развиващите се капиталови пазари. – ИДЕС, N 8.
- Ненков, Д. (2012). Турбуленции на капиталовите пазари и отражението им върху цената на собствения капитал. Международна научна конференция „Финансовата система на България в контекста на турбуленциите в Европа”, Равда, 27-30 септември 2012 г.
- Ненков, Д. (2007). Фактически спрямо фундаментални коефициенти “цена-доход” на българския капиталов пазар. – Икономическа мисъл, N 6.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2008). Principles of Corporate Finance. 9th ed. McGraw-Hill (International Edition).
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C. (1994). Financial Management – Theory and Practice. The Dryden Press.
- Brush, M. (2010). Ten Investing Basics from Buffett. – MSN Money, <http://articles.moneycentral.msn.com/learn-how-to-invest/10-investing-basics-from-buffett.aspx> (20.09.2010).
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2015). <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (10.09.2015)
- Fishman, P., Wilson, Griffith, Meltzer. (1997). Guide to Business Valuations.
- Gitman, L. J. (1991). Principles of Managerial Finance. New York: HarperCollins Publishers.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies (McKinsey & Company). New York: John Wiley & Sons (HarperCollins Publishers, New York).
- McTaggart, J., Kontes, P., Mankins, M. (1994). The Value Imperative – Managing for Superior Shareholder Returns.
- O’Neill, J. (2013). Final Presentation: Goldman Guru presents His View of the World through 2020. <http://www.businessinsider.com/jim-oneill-global-macro-outlook-2013-4?op=1> (15.05.2013).
- O’Shaughnessy, J. P. (2005). What Works on Wall Street. 3rd ed. McGraw-Hill Companies.
- Pinches, G. E. (1987). Essentials of Financial Management. New York: Harper & Row, Publishers.
- Reilly, F. K., Brown, K. (2003). Investment Analysis – Portfolio Management. USA: Thomson Learning.
- <http://www.bse-sofia.bg>
- <http://finance.yahoo.com/q?s=%5EGSPC>
- <http://www.infostock.bg>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (17.06.2012 г.)