

СРАВНИТЕЛНИЯТ ПОДХОД В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА В УСЛОВИЯТА НА ФОРМИРАЩ СЕ ПАЗАР

доц.д-р Виолета Касърова, Светлана Праматарска, Райна Лазарова,
Нов български университет¹

В работата е представена идея за усъвършенстване методологията на един от популярните подходи за оценка на бизнеса – сравнителния подход, прилаган в условията на формиращ се пазар. В рамките на основната идея на подхода е построен модел за оценка на стойността на акционерния капитал, използващ чуждестранни пазарни аналози и допълнителна информация за страновия риск. Практическото използване на разглежданата в работата идея доказва ефективността ѝ.

Ключови думи: оценка на предприятия; оценителски подходи и методи; странови риск; стандартно отклонение; коефициент на вариация.

GEL класификация: G12, G13, G30

ВЪВЕДЕНИЕ

Оценката на фундаменталната стойност на акционерния капитал на компанията има голямо значение за теорията и практиката на инвестиционния мениджмънт. Голяма част от финансовите решения изискват извършване на оценка на финансови активи, инвестиционни проекти или на самата компания (бизнеса). Тази оценка е необходима по няколко причини. *Първо*, за ефективно инвестиционно управление на капиталовия пазар са нужни ориентири за стойността на включените в портфейла акции. *Второ*, управлението на стойността на компанията в интерес на акционерите, т.е. управление по критерия максимално увеличаване стойността на акционерния капитал, е главна задача и централен проблем на висшия корпоративен мениджмънт в съвременната икономика.

Теоретично стойността на акционерния капитал е свързан с оценката на един от следните три елемента: чисти активи на предприятието, доходи, които ще получават акционерите и ценова информация за аналози. Оценката на всеки от тези елементи се свързва с използване на един от трите класически оценителски подходи – разходен, доходен и пазарен. Всеки от тях има своите предимства и недостатъци, приложението му е свързано с редица ограничения и трудности, които влияят върху крайния резултат от оценката².

Принципът, заложен в пазарния подход за оценка на стойността е сравняване на оценяваната компания, с компании аналози, за които има директна ценова информация (борсова и извънборсова). Основно му предимство е, че отчита конюнктурата на пазара и реалните приоритети на инвеститорите, а приложението му изисква наличие на активен капиталов пазар и достъпна финансова информация за оценяваното предприятие и неговите аналози. Тези две предпоставки, обаче, правят пазарния подход, по принцип бърз и лесен за приложение, труден за използване в условията на

¹ Студията е публикувана в Сборник „Финансови решения: изследвания и практики”. Изд.НБУ, С., 2009, стр. 312-335. ISBN 978-954-535-592-9.

² Damodaran, Aswath, Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, John Wiley & Sons, New York, 2002, p. 11.

формиращ се капиталов пазар³, какъвто е този в България. Ограниченият брой на компаниите, търгувани на БФБ и все още ниските обеми на продажби не предлагат много възможности за избор на аналози. Изход от ситуацията е използване на чужди аналози, което налага, обаче, серия от допълнителни корекции, свързани със страновия риск⁴ за привеждане на информацията към единен мащаб. В следващото изложение ще предложим модел за оценка на стойността на компания чрез сравнителния подход, отчитащ влиянието на различни фактори, важно място сред които заема страновия риск.

МЕТОДОЛОГИЯ НА СРАВНИТЕЛНИЯ ПОДХОД

В стандарта за оценка BVS-V (Business Valuation Standards) на Американската асоциация на оценителите (American Society of Appraisers)⁵ се използва термина „пазарен подход”(market approach), като общ способ за определяне стойността на предприятие чрез сравняването му с аналогични, вече продадени компании. Характерно за подхода е, че оценката се определя от пазара, докато при другите два подхода оценката се определя на базата на разчети. Но, ако бъдем съвсем точни, в разходния и доходния подход също се използва пазарна информация, поради което в следващото изложение ще използваме наименованието „сравнителен подход”. В литературата съществуват и други наименования на подхода – „оценка по аналогия”, „относителна оценка”, „оценка по множители”, „оценка по еталон” и др. Избраното от нас наименование е за предпочитане, тъй като акцентира върху същността, а не толкова върху инструментариума на подхода.

Няма да е преувеличено, ако отбележим че методическата база на бизнес оценяването у нас през 90-те години на миналия век бе изцяло заимствана от САЩ и некритично усвоена от българските оценители. Привлекателната страна на готовия инструментариум е неговата системност и доказана многогодишна резултативност в условията на изградена пазарна икономика. Прилаган без корекции в български условия при оценка на бизнеса, обаче, той игнорира спецификата на реалната икономика, а използвайки ограничената информация от формиращия се капиталов пазар несъмнено губи от способността си да дефинира най-вероятната цена, която може да възникне в процеса на покупко-продажбата. Най-малко две са последствията, според нас, от тази ситуация:

Първо, Прякото използване на методически апарат, доказал ефективността си в развита икономика и игнориране на страновата принадлежност на оценяваната и аналогичните компании, създава реална опасност от сериозно надценяване на оценявания обект, когато той е от формиращ се пазар, а аналозите са представителни за формиран (изграден) пазар. Проведените от нас изследвания за приложението на сравнителния подход при оценка на български банки с използване на съответни аналози от САЩ потвърждават тази констатация. Такъв резултат би се получил във всички случаи на директно използване на аналози от изградени пазари.

³ По този въпрос вж.: Р.Цончев, Р.Димитрова. Формиращите се пазари – особености при определяне цената на собствения капитал. Сб. Финансови иновации, НБУ, 2008, с.65-88

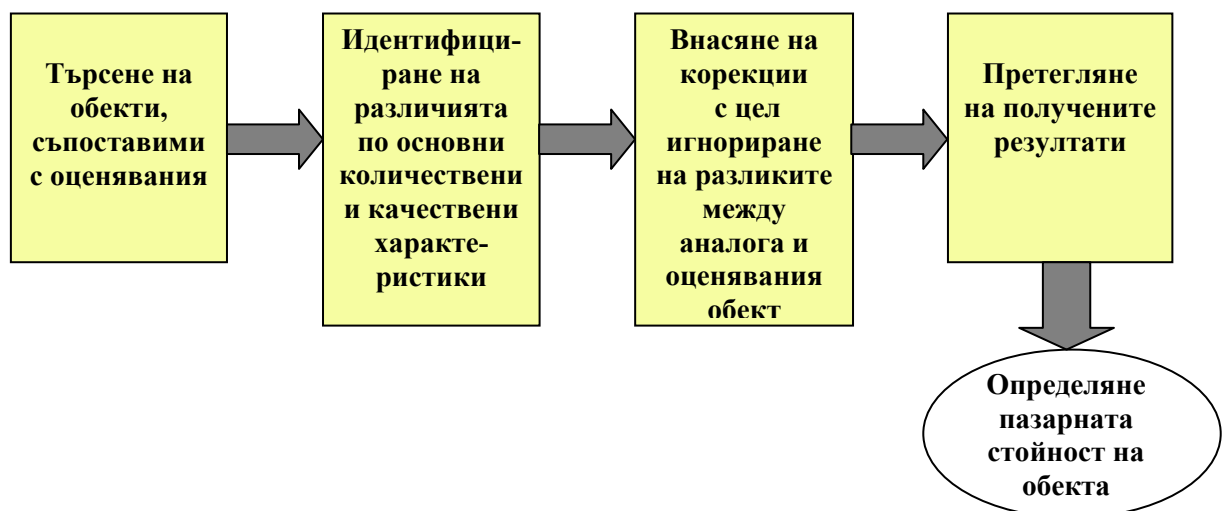
⁴ Този риск е допълнително генериран при сделки на международно равнище в резултат на различия в икономиките, социално-политическите структури, географските и валутни специфики и оказва въздействие върху очакваната възвръщаемост на инвестиционното портфолио. Той е ключов фактор при вземане на инвестиционните решения.

⁵[Електронен документ] - <http://www.bvappraisers.org/standards/bvstandards.pdf>

Второ, Неохотното използване на сравнителния подход в практиката на българските анализатори и оценители⁶ на предприятия (бизнес) се крие в проблемите, свързани с получаването на релевантни данни от капиталовия пазар. В същото време този подход има значително приложение при оценка на недвижими имоти у нас, именно поради наличие на информация за достатъчно пазарни аналози - покупки-продажби и оферти.

Сравнителният подход се основава на принципа на заместването – един от фундаменталните принципи в пазарната оценка. Този принцип предполага, че нито един благоразумен купувач няма да заплати за оценявания обект повече, отколкото стойността на аналогичен обект, претърпял вече смяна на собственика на функциониращ пазар. Алгоритъмът на подхода е представен на *фиг. 1*.

Фиг.1. Алгоритъм на сравнителния подход в оценката на компании (бизнес)



Сравнителният подход се реализира на практика чрез два метода: на основата на фактически сделки и на основата на капиталовия пазар. И при двата метода възлово звено са корекциите в промеждутъчните разчети и в крайния резултат, тъй като на практика не съществуват абсолютно еднакви предприятия (бизнес). Поради това оценителят трябва да открие различията и да определи начина на тяхното нивелиране при определяне на стойността. И тук именно е един от основните недостатъци на подхода – вероятността от манипулация при корекциите на фундаментални показатели заради отсъствието на свършени аналози.

Обект на корекции в сравнителната оценка са основно пазарните множители, представляващи съотношения между цената на аналога (предприятие или акции), реализирана на конкретен пазар и определен икономически показател, резултат от функционирането на този аналог. Голямото разнообразие от икономически показатели обуславя разнообразието в пазарните множители, най-популярните от които са Цена/Нетна печалба (Price/Earnings) – P/E; Цена/Паричен поток (Price/Cash Flow) –

⁶ По този въпрос вж.: Д.Ненков. Съвременни модели за оценка на цели предприятия. [Електронен документ] - <http://alternativi.unwe.acad.bg/br1/statia-D.Nenkov.doc>

P/CF; Цена/Счетоводна стойност (Price/Book Value) – P/BV; Цена/Нетни приходи от продажби (Price/Sales) – P/S; Цена Дивидент (Price/Dividend) – P/DIV. Повечето множители могат да бъдат изчислявани за предприятието като цяло или за една негова акция. При изчисляване на пазарните множители за акция, например, към един мащаб се привеждат компании, различаващи се по размер и количество на акциите, на които е разделен уставния им капитал. Освен това, този тип множители позволяват да се мисли за котировките на акциите като за котировки на печалбата, дивидента, приходите от продажби и др.

Корекциите в пазарните множители могат да се разделят на две групи: корекции за странови риск и корекции за ефективност. Ако първият вид корекции се прилагат само в случаите, когато оценяваното предприятие има чуждестранни аналози, то вторият вид корекции се правят винаги, когато съществува разлика в равнището на ефективност на оценяваното предприятие и аналога му. В случая имаме предвид ефективност, измерена чрез относителните показатели като Рентабилност на база приходи (Return on Sales – ROS), Рентабилност на собствения капитал (Return on Equity – ROE), Рентабилност на база активи (Return on Assets – ROA) и др.

В следващото изложение ще разгледаме подробно същността на двата вида корекции, а чрез емпиричен тест за сравнителна оценка – начина на съвместното им прилагане при оценка на българско предприятие с помощта на предприятия-аналози – едно от Дания и две от САЩ. Обобщените резултати от този тест са представени в таблица 10 „Пазарни множители на предприятията-аналози с отразени странови риск и общ корекционен коефициент за ефективност” и таблица 11 „Справедлива пазарна стойност на оценяваното предприятие при използване на методите за странови риск Euromoney’s CountryRisk Index, Institutional Investor’s Country Credit Rating, Country @rating methodology by Coface, Index of Economic Freedom”

КОРЕКЦИИ ЗА СТРАНОВИ РИСК

Правилното осъществяване на корекциите за странови риск предполага изясняване на същността на концепцията на страновия риск и на техниките, чрез които тези корекции практически се реализират.

СЪЩНОСТ НА КОНЦЕПЦИЯТА ЗА СТРАНОВИЯ РИСК

Страновият риск представлява вероятността една суверенна държава или заемополучател от тази държава да не бъде способен и/или да няма желание да изпълни задълженията си към един или повече чужди кредитори и/или инвеститори.⁷ Основната функция на оценката на този риск е да предвиди възможността за непризнаване на дълг, просрочване и забавяне на плащанията на суверенния заемополучател. Поради това оценката на страновия риск включва икономически, финансови и политически фактори и тяхното взаимодействие в определянето на риска, свързан с определена държава. В случая са важни детерминантите на страновия риск, тъй като те оказват влияние както върху предлагането, така и върху цената на международните капиталови потоци.

Страновият риск се определя от множество специфични за всяка държава фактори и събития. Три са основните компонента, обаче, които взаимно си оказват влияние – **икономически, финансов и политически риск.**

⁷ Krayenbuehl, Thomas E., *Country Risk: Assessment and Monitoring*, 1985.

Съществуването на кредитен риск за едно суверенно правителство се нарича суверен риск. Суверенният риск се появява тогава, когато суверенното правителство откаже да изпълнява задграничните си задължения или когато пречи на подчинените му дружества и/или индивиди да изпълняват тези свои задължения. В повечето случаи изразът „суверен риск” съдържа конотацията, че отказът за плащане се случва в ситуации, когато държавата има финансовата възможност да посрещне задълженията си. Суверен риск съществува обаче и тогава, когато страната изпитва истински трудности да изпълнява задълженията си.

Политическият риск от своя страна се определя като „небизнес” риск, който се появява изключително в резултат на упражняване на политически сили. Банките и други мултинационални корпорации дефинират политическия риск като фактор, който може да окаже сериозно влияние върху рентабилността на техния бизнес на чуждите пазари. Политическият риск се заражда от събития като войни, вътрешни и външни конфликти, териториални спорове, революции, които водят до смяна на правителства, и терористични атаки по целия свят. Социалните фактори включват граждански смутове в резултат на идеологически различия, несправедливо разпределение на доходите и религиозни сблъсъци.

Върху политическия аспект на страновия риск оказват влияние и външни за страната дължени фактори. Например, ако държавата заемополучател граничи със страна, която е във война, нивото на нейния страновия риск ще бъде по-високо отколкото, ако съседната страна е в мир. Въпреки че държавата заемополучател може да не е пряко замесена в конфликта, съществува вероятността от странични ефекти. Освен това притокът на бежанци от войната може да повлияе върху икономическите условия в държавата.

На практика политическият риск се отнася до вероятността едно суверенно правителство да наложи контрол върху чуждата валута и капитал, да въведе допълнителни данъци, да замрази активи или да изземе имущество. Забавяне в прехвърлянето на пари може да има сериозни последици за възвръщаемостта на инвестициите и плащанията за внос или износ на стоки.

Икономическият и финансовият риск са също основни компоненти на страновия риск. Те включват фактори като внезапно влошаване на условията за търговия на страната, резки увеличения в разходите за производство и/или цените на енергийните източници, неефективно инвестирани чужди средства и неразумно кредитиране от страна на чужди банки. Промени в икономическия и финансов мениджмънт на страната са също важни фактори. Тези рискови фактори влияят върху свободния поток на капитали или променят очакванията за връзката между риск и възвръщаемост на инвестициите.

МЕТОДОЛОГИИ ЗА ОЦЕНКА НА СТРАНОВИЯ РИСК

Броят на методологиите за класификация на страновия риск е толкова голям, колкото са и рейтинговите агенции и се различават по вида на инвестицията и различните източници на риска. Нито един от съществуващите методи за оценка на страновия риск обаче не е перфектен. По своята същност всички тези методи са емпирични поради липсата на установена теория на страновия риск. Повечето от тях са базирани на предварително съставени контролни списъци. Те разчитат на количествени оценки и/или качествени индикатори, които съответстват на конкретен резултат в точки, който се трансформира в рейтинг.

Съществуващите методи могат да бъдат разделени на две основни групи. Първата група използва целия спектър на чуждите инвестиции и съответно включва всички възможни видове риск, описани по-горе. Целта на институциите, принадлежащи към тази група, е да създават **глобални рейтинги на страновия риск**. Втората група се концентрира изключително върху дълга и съставя само **кредитни рейтинги на страните**. Техни клиенти са международни инвеститори в облигации и търговски банки, както и потенциални заемополучатели на международните капиталови пазари.

Най-популярните представители на първата група организации за измерване на страновия риск са *Business Environment Risk Intelligence (BERI)*, *Nord Sud Export (NSE)*, *Political Risk Services (PRS)*, *International Country Risk Guide (ICRG)*, *Economist Intelligence Unit (EIU)*, *Index of Economic Freedom*, както и агенциите за експортно кредитиране *EDC (Канада)*, *Coface (Франция)*, *Hermes (Германия)*, *Sace (Италия)*, *ECGD (Великобритания)* и *Exim Bank (САЩ)*.

Втората група, определяща кредитния рейтинг на страните, оценява способността и желанието на заемополучател от дадена страна да посреща финансовите си задължения. Кредитният рейтинг представлява специфичен риск, дължащ се на обстоятелството, че заемополучателят е от страна различна от тази на заемотателят. Методите на агенциите за кредитен рейтинг разглеждат дълга от глобална перспектива и затова включват понятието за странови риск. Тези рейтинги се занимават с банкови заеми, облигации и краткосрочни кредити, деноминирани както в чужда, така и в местна валута. Могат също да оценяват цялостното влияние на страновия риск върху т.нар. странови или суверен таван.

Страновият кредитен риск е допълнение към изцяло микроикономическия кредитен риск, който е специфичен за индивидуалния заемополучател. Той може да бъде разделен на макроикономически и политически риск в зависимост от местните характеристики на страната, където е издаден дългът, както и трансферен риск в случай, че дългът е издаден във валута различна от тази на заемополучателя.

Въпреки че Moody's издава първия си суверен кредитен рейтинг през 1919 г., секторът започва да се развива едва в края на 80-те години на XX в. В наши дни индустрията включва различни видове институции като банки, списания и агенции за кредитен рейтинг. Най-популярните сред тях са *Fitch*, *Moody's*, *Standard & Poor's*, *Euromoney* и *Institutional Investor*.

В настоящата публикация ще разгледаме влиянието на някои от тези методологии върху оценката на предприятие по метода на капиталовия пазар, а именно *Moody's*, *Standard & Poor's*, *Euromoney*, *Institutional Investor*, *Coface* и *Index of Economic Freedom*. Всички разчети са направени към една и съща дата – дата на оценката.

Moody's (www.moody.com)

Moody's издава първия си рейтинг през 1909 г. и в момента покрива около 100 държави. Moody's прави ясно разграничение между рейтинги в местна и чужда валута. Рейтингът в местна валута оценява способността на издателя на дълг да плаща задълженията си в местна валута, а рейтингът в чужда валута се занимава с вероятността за неплащане на дълг, деноминиран в чужда валута.

Според Moody's рейтинговият анализ трябва да взема предвид структурите на социално взаимодействие, социалната и политическа динамика и икономическите фундаменталности. Той също дефинира външния дълг, изчислява нетния дълг, сравнява задължението в различни страни и проучва краткосрочния дълг.

В крайна сметка този процес на анализ генерира набор от възможни сценарии, на които се придава тегло в зависимост от вероятността да се осъществят. Moody's определя страновия рейтинг като приема вероятността за най-лошия сценарий.

Дългосрочните рейтинги на Moody's са разделени в две групи: инвестиционен ранг - Ааа (най-добро качество), Аа (високо качество), А (добри възможности за плащане), Ваа (задоволителни възможности за плащане); и спекулативен ранг - Ва (умерена защита за плащане на лихви и главница), В (малка сигурност за плащане на лихви и главница), Саа (вероятност за неплащане или вече съществуващо просрочване), Са и С (просрочване или други пазарни проблеми). Краткосрочните рейтинги (за по-малко от една година) се наричат Prime-1, Prime-2 и Prime-3 за категорията инвестиционен ранг и Non-Prime за спекулативен ранг.

Таблица 1. Дългосрочни рейтинги на Moody's

Държава	Дългосрочен рейтинг на Moody's			
	2006	2007	2008	2009
България	Ваа3	Ваа3	Ваа3	Ваа3
Дания	Ааа	Ааа	Ааа	Ааа
САЩ	Ааа	Ааа	Ааа	Ааа

Standard & Poor's (www.standardpoors.com)

Standard & Poor's (S&P) е един от трите гиганта в индустрията и покрива около 90 суверена. Дефиницията на S&P за суверен кредитен рейтинг се различава от тази на Fitch в това, че не засяга въпроса за чуждата валута. Рейтингът представлява „оценка на способността и желанието на всяко правителство да обслужва дълга си в пълен размер и навреме”. Експлицитно суверенните кредитни рейтинги на S&P включват дълг както в местна, така и в чужда валута. Подходът на S&P включва количествени и качествени измерители. Той е базиран на списък от 10 категории – политически риск, приходи и икономическа структура, перспективи за икономически растеж, фискална гъвкавост, задължнялост на правителството, извънбюджетни и непредвидени задължения, монетарна стабилност, външна ликвидност, външна задължнялост на публичния и частния сектор. Всяка група получава оценка от 1 до 6.

Подобно на другите кредитни агенции и S&P определя краткосрочни и дългосрочни рейтинги, чиято цел е да опишат способностите на заемополучателя да посреща финансовите си задължения. Дългосрочните оценки са ААА (изключително силни способности), АА (много силни), А (силни) и ВВВ (приемливи) в рамките на инвестиционния ранг, а спекулативната група е съставена от ВВ (може да изпадне в неприемливо състояние), В (като ВВ, но още по-уязвима), ССС (уязвима) и СС (силно уязвима). SD (частично просрочване) и D (просрочване) се поставят на заемополучатели, които вече са просрочили плащане. Краткосрочните оценки са А1 (силна способност), А2 (задоволителна), А3 (приемлива), В (уязвима), С (по настоящем уязвима), SD (частично просрочване) и D (просрочване).

Таблица 2. Дългосрочни рейтинги на Standard & Poor's

Държава	Дългосрочен рейтинг на Standard & Poor's			
	2006	2007	2008	2009
България	ВВВ+	ВВВ+	ВВВ+	ВВВ+
Дания	ААА	ААА	ААА	ААА

САЩ	AAA	AAA	AAA	AAA
-----	-----	-----	-----	-----

Euromoney's Country Risk Index (www.euromoney.com)

Euromoney's Country Risk Index е методология за оценка на страновия риск на списание "Euromoney", което в обзора си "Country risk survey" публикува рейтинги на повече от 180 страни два пъти в годината. Чрез този индекс се оценява риска на инвестициите в икономиката на различни страни като сума от теглата на девет частни показателя на риска. Общият показател за надеждност е в границите от 0 до 100 бала. По-високата оценка съответства на по-благоприятна среда за инвестиране (т.е. максимална надеждност).

Показателите, чрез които се изчислява този индекс са:

- **Политически риск** (тегло 25 %) – риск от отменено плащане или необслужване на плащане за стоки или услуги, заеми, търговско свързани парични средства и дивиденди, и необслужване на репарации. Риск анализаторите дават оценка от 1 до 10 - колкото оценката е по-висока, толкова по-малък е страновият риск.
- **Икономическо представяне** (тегло 25 %) – базира се на: брутния национален доход на глава от населението и преценка от гласуване на Euromoney за бъдещи икономически възможности.
- **Индикатори за задлъжнялост** (тегло 10 %) - изчислява се въз основа на коефициенти като: Общ дългов капитал/Брутен национален продукт (А), Обслужване на дълга/Износ (Б); Баланс по текуща сметка/Брутен национален продукт (В). Развиващите се страни, които не докладват пълни данни за дълга си, получават нула.
- **Дългове по неустойки или просрочени задължения** (тегло 10 %) - оценката е базирана на коефициента: Предоговорен дълг/Общ дълг. OECD⁸ и развиващите се страни, които не представят данни пред системата за докладване на длъжниците (debtor reporting system (DRS) получават нула.
- **Кредитен рейтинг** (тегло 10 %) - тези стойности се получават от агенциите за кредитен рейтинг - Moody's, Standard & Poors, Fitch IBCA and Capital Intelligence. При липса на рейтинг страната получава нула.
- **Достъп до банково финансиране** (тегло 5 %) - изчислява се като разходи на частните, дългосрочни, негарантирани заеми като процент от брутния национален продукт.
- **Достъп до краткосрочно финансиране** (тегло 5 %) - взема се предвид общото мнение на държавите от OECD (източник: ECGD) и краткосрочните налични обезпечения от US Exim Bank и Atradius UK.
- **Достъп до капиталови пазари** (тегло 5%) - ръководителите на дълговите синдикати и синдикатите за предоставяне на заеми оценяват възможността за достъп на всяка страна до международните пазари
- **Достъп до факторинг и форфетиране** (тегло 5 %) - отразява се на средният максимум за тенденцията за форфетиране. Максималният период на менителница или записи на заповед от датата на издаване до датата на падеж на

⁸ Организация па икономическо сътрудничество и развитие

първичният пазар и от датата на покупка до датата на падеж на вторичния пазар. Страни, в които форфетирането не е достъпно получават оценка нула.

Показателите и техните балове за държавите, от които са оценяваното предприятие и анализите, подбрани за нуждите на оценката са представени в таблица 3.

Таблица 3 . Бал на показателите на Euromoney's Country Risk Index

Фактори на риска	България		Дания		САЩ	
	2006 септ	2008 март	2006 септ	2008 март	2006 септ	2008 март
Ниво на политически риск (тегло 25%)	8.46	16.21	10.00	24.54	10.00	23.74
Ефективност на икономиката (тегло25%)	1.29	7.80	5.00	19.58	5.00	17.53
Индикатори за задлъжнялост(тегло10%)	15.01	8.05	24.42	10.00	23.59	10.00
Ниво на просрочени задължения (тегло10 %)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Кредитен рейтинг (тегло 10 %)	1.50	6.04	5.00	10.00	5.00	10.00
Достъп до банковата система (тегло 5%)	8.84	0.96	21.12	5.00	20.85	5.00
Достъп до краткосрочно финансиране (тегло 5%)	5.83	2.07	10.00	5.00	10.00	5.00
Достъп до капиталови пазари (тегло 5%)	2.50	3.01	5.00	5.00	5.00	5.00
Достъп до факторинг и форфетиране (тегло 5%)	3.37	4.02	4.65	4.27	5.00	5.00
Общо	56.81	58.16	95.19	93.39	94.44	91.27

Country Credit Ratings by Institutional Investor (www.institutionalrinvestor.com)

Методът на институционалните инвеститори (ИИ) (Country Credit Ratings by Institutional Investor) е създаден през 1979. Този кредитен рейтинг се публикува два пъти годишно от списание „US Institutional Investor” и обхваща около 150 страни. Методът на институционалните инвеститори отразява способността за обслужване на дълга. На всеки шест месеца, ИИ анкетира между 75 и 100 рискови аналитици и финансови мениджъри⁹ от водещи банки и други финансови институции относно тяхната оценка за възможността на страните да обслужват дълга си. Проучването обхваща двумесечен период, който приключва 45 дни преди актуалното публикуване на класацията. На анкетираните не е позволено да оценяват страната, в която работят. Отговорите им се претеглят, като най-голяма тежест имат международните институции и тези, които използват по-сложен модел за изчисляването на страновият риск. ИИ-рейтингите се базират на усъвършенствани количествени модели и други, по-субективни оценки и отразяват виждането на международния банков сектор за

⁹ (Crucis (2001) - от 1999 някои мениджъри на договорни фондове и икономисти са добавени към списъка на банкерите)

кредитният странови риск. Точките от резултата варират от нула (много голям шанс за неизпълнение на дълга) до 100 (най-малка опасност за неизпълнение).

Участниците в допитването подредят десет политически, икономически и финансови индикатори в ред според важността им за всеки регион и за избрана страна. Подобно на Euromoney's Country Risk Index, ИИ-рейтингът не засяга времевия хоризонт на оценките.

Критериите на банкерите, които отговарят на проучването ИИ са представени и подредени по степен на важност в таблица 4. За формиращите се пазари факторът по обслужването на дълга е на първо място, а политическата перспектива - на второ място, преди финансовите резерви и текущата сметка, търговският баланс, чуждестранните директни инвестиции, или достъпът до капиталови пазари.

Таблица 4. Критериите на банкерите за кредитният рейтинг на ИИ.

Фактори	Ред на важност		
	Страни от OECD	Формиращи се икономики	Останалият свят
Икономически перспективи	1	3	4
Обслужване на дълга	2	1	1
Финансови резерви и текуща сметка	3	4	3
Фискална политика	4	7	6
Политически перспективи	5	2	2
Достъп до капиталови пазари	6	9	9
Търговски баланс	7	5	5
Приток на портфейлни инвестиции	8	8	8
Чуждестранни директни инвестиции	9	6	7

Източник: Shapiro (2001).

В таблица 5 е представен общия бал на факторите, формиращи този рейтинг, за България, Дания и САЩ.

Таблица 5. Общ бал на факторите на Country Credit Ratings by Institutional Investor

Държави	2006	2007	2007	2008	2008	2009
	септ.	март	септ.	март	септ.	март
България	56.2	60.2	61.2	60.7	61.6	54.1
Дания	94.4	95.3	94.7	94.0	94.0	92.1
САЩ	94.5	94.0	94.1	93.8	93.0	88.0

Country @rating methodology by Coface (www.cofacerating.com)

Държава@рейтинг методология на Кофас (Country @rating methodology) е разработена от Natexis Banques Populaires, Франция и отразява средното ниво на краткосрочния риск от неплащане, свързан с дружествата в конкретната държава, както и степента, в която икономическата, финансовата и политическата перспектива в конкретната икономика влияе върху финансовите ангажименти на местните дружества.

Рейтингите се базират върху двойна експертиза, разработена от Кофас, включваща:

- макроикономическа експертиза при оценка на риска на държавата, базирана върху система от макроикономически финансови и политически показатели;
- микроикономическа експертиза, която се основава върху базата данни на Кофас, обхващаща 44 милиона дружества по света и с 50 години опит с плащания в търговските потоци, които гарантира.

Държава@рейтинг се изчислява чрез система от показатели. Кофас групира показателите в седем групи и оценява всяка една от тях поотделно, като присъжда съответен брой точки за всеки показател. Седемте рискови групи са:

- чувствителност към растеж
- криза във валутната ликвидност
- външна свръхзадлъжнялост
- суверенна финансова уязвимост
- крехкост на банковия сектор
- геополитическа и управленска уязвимост
- поведение на дружествата по отношение на плащането.

Кофас определя цялостен рейтинг за всяка от наблюдаваните 154 държави, оценявайки рейтингите им на седем нива на риск:

A1	Стабилната политическа и икономическа среда оказва положително влияние върху вече добрата история на плащане на дружествата. Много слаба вероятност от неизпълнение.
A2	Вероятността от неизпълнение все още е малка, дори в случаите, когато политическата и икономическата среда в съответната държава или историята на плащане на дружествата, не са толкова добри, колкото в държавите с рейтинг A1.
A3	Негативни политически или икономически обстоятелства могат да доведат до влошаване на историята на плащане, която вече е по-ниска в сравнение с предишните категории, въпреки че вероятността от неизпълнение на плащане все още е малка.
A4	Вече неравната история на плащане би могла да се влоши допълнително от влошаваща се политическа и икономическа среда. Независимо от това, вероятността от неизпълнение все още е на приемливо ниво.
B	Нестабилната политическа и икономическа среда е вероятно да се отрази допълнително върху вече недобрата история на плащане.
C	Много нестабилната политическа и икономическа среда би могла да влоши вече лошата история на плащане.
D	Високият рисков профил на икономическата и политическата среда в държавата ще влоши допълнително като цяло изключително лошата история на плащане.

В таблица 6 са представени обобщени показатели за странови риск по Country @rating methodology by Coface за държавите, от които са оценяваното предприятие и анализите му.

Таблица 6. Обобщени показатели за странови риск по Country @rating methodology

Показател	България			Дания			САЩ		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Икономически растеж	6.3	6.2	6.3	3.5	1.7	-0.6	2.9	2.0	1.1

(Economic growth (%))									
Инфлация (Inflation (%))	7.3	8.4	12.5	1.9	1.7	3.4	3.2	2.9	3.8
Баланс на публичния сектор (Public sector balance (%GDP))	3.0	0.1	3.3	4.6	4.4	2.4	-1.9	-1.2	-3.2
Безработица (Unemployment (%))	n/a	n/a	n/a	3.9	3.7	3.6	4.6	4.6	5.7
Експорт (Exports)	15.1	18.5	23.5	10.1	1.9	3.5	8.4	8.4	7.9
Импорт (Imports)	22.1	28.7	36.9	14.4	3.8	5.8	5.9	2.2	-2.4
Баланс по текущата сметка (Current account balance % GDP)	-17.9	-21.7	-24.9	2.7	1.1	1.7	-5.4	-5.3	-4.9
Общо	35.9	40.2	57.6	41.1	18.3	19.8	17.7	13.6	8.0

Index of Economic Freedom (www.heritage.org)

Индексът на икономическата свобода (Index of Economic Freedom¹⁰) е средно претеглена величина от десет индивидуални показателя за икономическа свобода, като всеки един от тях е жизнено важен за напредъка на национално и лично ниво.

Първият подробен труд за икономическата свобода е „Индексът на икономическата свобода” от 1995 г., определил метод за измерване и класиране на такива неизмерими страни като Хонг Конг и Северна Корея. Индексът се разраства и усъвършенства от други подобни изследвания, които се присъединяват към него. Всяко едно от тях предлага уникален и задълбочен принос, което помага за оформянето на този измерител.¹¹

Авторите на индекса възприемат икономическата свобода в традиционния смисъл като пълна липса на държавна принуда и ограничения, но също така и като значение за свобода, различно от анархия.

Определението за икономическа свобода включва всички свободи и права на производство, разпределение и потребление на стоки и услуги. Най-високата форма на икономическа свобода осигурява: неприкосновеност на правото на собственост; пълно осигуряване свобода на движение на трудовата сила, капитал и стоки; отсъствие на държавна принуда и ограничение на икономическата свобода отвъд степента на защита на гражданите и поддържането на свободата.

Индексът на икономическата свобода (Index of Economic Freedom) е количествен израз на множеството права и свободи, включени в икономическата свобода, но определен въз основа на по-малко абстрактни компоненти. Използва десет специфични икономически свободи, които са детайлизирани и техните компоненти могат да се определят количествено.

¹⁰ <http://www.heritage.org/research/features/index/searchresults.cfm?factor=none>
<http://www.heritage.org/research/features/index/index.cfm>
<http://www.heritage.org/research/features/index/search.cfm>

¹¹ “Собствеността която всеки човек е създал с труда си, като основа на всички други придобовки, тя е свещена и неприкосновена ” Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations (New York: The Modern Library, 1937), pp. 121–122; first published in 1776.
(Gwartney J.D., Lawson R.A. with Sobel R.S., Leeson P.T., Economic Freedom of the World, 2007 Annual Report, Vancouver, B.C., Canada: Fraser Institute, 2007; Messick R.E., World Survey of Economic Freedom: 1995–1996, New Brunswick, N.J.: Transaction Publishers, 1996).

- **Бизнес свобода** е възможността за бързо и лесно създаване, функциониране и закриване на предприятие. Трудните и излишни правила са най-неблагоприятните бариери пред бизнес свободата.
- **Търговската свобода** е сложен измерител на липсата на митнически и не митнически бариери, които въздействат на вноса и износа на стоки и услуги.
- **Фискалната свобода** е измерител на държавната „тежест“. Тя включва, както данъчното бреме” в рамките на данъчните нива върху дохода(индивидуални и корпоративни данъци), така също и общото количество данъци върху приходите като пропорция на БВП.
- **Размер на правителствените разходи** - включва всички правителствени разходи - потребление и трансфери. Идеалният случай е, когато държавата предоставя „публични стоки” с абсолютен минимум държавни разходи.
- **Монетарна свобода** - комбиниран измерител на ценовата стабилност и оценка на ценовият контрол. Инфлацията и ценовият контрол разстройват пазарният механизъм. Ценова стабилност без микроикономическа интервенция е идеалната среда за свободният пазар.
- **Инвестиционна свобода** - оценка на достъпът до свободни капиталови потоци, и най вече до чужди капитали.
- **Финансова свобода** - измерител на банковата сигурност, както и на независимостта и от държавен контрол. Притежаването от държавата на банки и други финансови институции като застрахователни дружества и капиталови пазари е неефективно. Политическите интереси нямат място на капиталовите пазари
- **Право на собственост** - оценка на възможността на гражданите да акумулират частна собственост, защитена от ясни закони, които се прилагат безусловно от държавата (равнопоставеност на субектите пред закона).
- **Свобода от корупция** – базира се на сравнителни данни, които се придобиват от бизнес средата. Включват се нивата на държавна, съдебна и административна корупция.
- **Свобода на труда** - съставен измерител на възможността на работниците и бизнесът да взаимодействат без държавна намеса.

Всеки един от десетте фактора (свободи) е детайлизиран на отделни компоненти и те се оценяват количествено въз основа на подробно отбелязани и описани достоверни източници на информация и методология. Всяка свобода се оценява по скала от 0 до 100, като бал 100 отразява максимална свобода.¹² В Индекса всички 10 фактора са равно претеглени.

Таблица 7. Десетте принципа на *Index of Economic Freedom* за България, Дания и САЩ

Показатели	България			Дания			САЩ		
	2006	2008	2009	2006	2008	2009	2006	2008	2009

¹² Виж www.heritage.org/research/features/index/downloads. cfm#methodology. Chapter 4 41 42 2008 Index of Economic Freedom.

Бизнес свобода	70.5	67.5	73.5	94.6	99.0	99.9	93.2	91.7	91.9
Търговска свобода	65.8	86.0	85.8	82.4	86.0	85.8	81.4	86.8	86.8
Фискална свобода	83.2	82.7	86.2	35.5	35.0	35.4	69.0	68.3	67.5
Правителствени разходи	49.8	56.0	58.7	9.3	19.8	20.4	61.1	59.8	59.6
Монетарна свобода	80.7	73.7	72.8	87.2	86.5	86.6	85.0	83.7	84.0
Инвестиционна свобода	70.0	60.0	60.0	70.0	90.0	90.0	70.0	80.0	80.0
Финансова свобода	70.0	60.0	60.0	90.0	90.0	90.0	90.0	80.0	80.0
Право на собственост	30.0	30.0	30.0	-	90.0	95.0	90.0	90.0	90.0
Свобода от корупция	41.0	40.0	41.0	-	95.0	94.0	75.0	73.0	72.0
Свобода на труда	72.6	73.2	78.4	-	99.9	99.4	96.7	92.3	95.1
Общо	63.4	62.9	64.6	76.2	79.2	79.6	81.1	81.0	80.7

КОРЕКЦИИ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ

С този тип корекции се цели да се елиминират разликите в равнищата на ефективност на оценяваното предприятие и неговите аналози. Във връзка с това първоначално се определят стойностите на коефициентите за рентабилност (ROE, ROA, ROS) за оценяваната фирма и за всеки от аналозите ѝ, след което се изчисляват три единични коефициенти за корекция на рентабилността на собствения капитал (K_{k1}), рентабилността на активите (K_{k2}) и на продажбите (K_{k3}):

$$K_{k1} = ROE_{\text{оценявано предприятие}} / ROE_{\text{съответен аналог}}$$

$$K_{k2} = ROA_{\text{оценявано предприятие}} / ROA_{\text{съответен аналог}}$$

$$K_{k3} = ROS_{\text{оценявано предприятие}} / ROS_{\text{съответен аналог}}$$

Общият корекционен коефициент (OK_{kp}) е произведение от трите единични корекционни коефициенти и се изчислява за по отношение на всеки аналог:

$$OK_{kp} = K_{k1} * K_{k2} * K_{k3}$$

С OK_{kp} се умножава всеки пазарен множител на аналога, за да създаде съпоставимост в двойката „оценявано предприятие – аналог”.

ЕМПИРИЧЕН ТЕСТ ЗА ПРИЛАГАНЕ НА КОРЕКЦИИ В ПАЗАРНАТА ОЦЕНКА ПО СРАВНИТЕЛНИЯ ПОДХОД

Следващият пример има за цел да демонстрира внасянето на корекции при оценка на финансово предприятие чрез един от методите на сравнителния подход, а именно метода на капиталовия пазар. Корекциите са свързани, както с различната ефективност, така и със страновия риск. Последният се взема предвид, тъй като, както бе отбелязано по-горе, се използват чуждестранни предприятия-аналози от Дания и САЩ. В разчетите са използвани следните методологии за отчитане на страновия риск:

- Euromoney's Country Risk Index
- Country Credit Ratings by Institutional Investor.

- Country @rating methodology by Coface,
- Index of Economic Freedom

За да се проследи по какъв начин корекциите влияят върху крайната оценка на предприятието и да се формулират препоръки за използване на една или друга методология за оценка на страновия риск, се изчислява стандартното отклонение и вариацията на цената от средната стойност, получена при използването на различните индекси за странови риск.

Прилагането на сравнителния подход за пазарна оценка е осъществено в следната последователност.

1. Събиране и проучване на необходимата информация за оценяваното предприятие

Избраното за оценка предприятие е българска банка, понастоящем публично дружество, търгувано на БФБ, наричано по-нататък „оценявано предприятие”. Към момента на оценката то не е публично дружество и като източник на информация са използвани актуални финансови отчети от уебсайтовете на БНБ, Комисията за финансов надзор и от самото предприятие.

2. Избор на предприятия-аналози и събиране на финансово-счетоводна информация за тях

При определяне на предприятия-аналози водеща е идеята за избор на максимален брой сходни банки по избрани финансови показатели. Основните критерии, приложени при подбора са:

- *Отраслово сходство* – търсени са предприятия от банковия сектор, търговски банки, работещи предимно с корпоративни клиенти.
- *Мащаб на производството* – подбрани са предприятия, които имат сходни финансови параметри с оценяваното дружество – сума на активите, собствен капитал, размер на нетната печалба, нетни приходи от дейността, нетен лихвен приход.
- *Перспективи за растеж* – взети са предвид перспективите за растеж на отрасъла като цяло, на индивидуалните възможности за развитието на конкретното предприятие в рамките на отрасъла и динамиката на пазарните му позиции.
- *Финансов риск* – оценката на финансовия риск е извършена чрез сравняване структурата на капитала; определяне на ликвидността и възможността за изплащане на текущи задължения с текущи активи; анализ на кредитоспособността; оценка на възможностите за привличане на заемни средства при изгодни условия.

Въз основа на тези критерии са избрани 3 аналога, сред които две банки от САЩ и една от Дания. Източници на информация за финансовите данни на предприятия-аналози са базите данни: *Reuters Factiva.com* и *fin.com*.

Използвани са финансовите отчети към датата на оценката. Преизчислението от националните валути на предприятия-аналози към български левове е направено

посредством валутния калкулатор *Bloomberg* към датата на оценката при следните курсове:

$$1 \text{ DKK} = 0.2623 \text{ BGN} \quad 1 \text{ USD} = 1.4550 \text{ BGN}$$

Данните за предприятията-аналози са представени в табличен вид в абсолютни стойности (таблица 8) и като относителни показатели (таблица 9). Последните са изчислени, като показателите на оценяваното предприятие са приравнени към 100 (база), а данните на аналозите са представени като относителни показатели спрямо базата.

Таблица 8. Основни финансови показатели в абсолютни стойности (хил. лв.)

	Показатели						
	Активи общо	Собствен капитал	Нетна печалба	Нетни приходи	ROE %	ROA %	ROS %
Оценявано предприятие = 100	1 005 566	75 157	6 544	16 920	12.15	0.88	21.15
Аналог 1	790 735	76 438	6 481	20 396	13.10	1.39	28.00
Аналог 2	1 112 651	87 818	7 864	41 491	9.00	0.71	15.92
Аналог 3	1 121 390	76 167	5 694	25 311	7.25	0.53	15.11

Таблица 9. Основни финансови показатели като относителни величини (%)

	Показатели						
	Активи общо	Собствен капитал	Нетна печалба	Нетни приходи	ROE %	ROA %	ROS %
Оценявано предприятие = 100	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Аналог 1	78.64	101.7	99.04	120.54	107.80	158.00	132.39
Аналог 2	110.65	116.85	120.17	245.22	74.07	80.68	75.27
Аналог 3	111.52	101.34	87.01	149.59	59.67	60.23	71.44

3. Сравнителен анализ на финансовите показатели на оценяваното предприятие и аналозите му

Сравнителният анализ между оценяваното предприятие и аналозите му е извършен с помощта на показатели като сума на активите, нетен лихвен приход¹³, размер на нетната печалба, собствен капитал, рентабилност на собствения капитал (ROE), рентабилност на активите (ROA), рентабилност на приходите от продажби (ROS). Съвкупността им характеризира предприятията от позициите на пазара, качеството на мениджмънта, структурата на активите и на капитала.

4. Избор на пазарни множители

¹³ Избран е нетен приход от лихви и дивиденди като индикатор за типично банкова дейност.

За целите на оценката са използвани три пазарни множителя:

- *Цена / Нетна печалба (P/E);*
- *Цена / Балансова стойност на собствения капитал (P/B);*
- *Цена / Нетни приходи (P/S).*

Данните за тях са извлечени от финансовите отчети на съответните аналози и са представени в таблица 10. Основното доказателство за тяхната значимост е присъствието им във всички експертни оценки, годишни доклади, както и на сайтовете на фондовите борси.

5. *Корекция на пазарните множители*

Корекцията на пазарните множители се извършва с оглед отчитане на страновия риск и игнориране на разликите в рентабилността.

- **Отчитане на страновия риск**

Отчитането на страновия риск предполага изчисляване на корекционни коефициенти (**Кк**) по избраните методики.

а) **Кк по метода Euromoney's Country Risk Index** се получава като частно от общия бал на показателите за странови риск по тази методика за държавата, от която е предприятието аналог (Дания, съответно САЩ) и този на страната, от която е оценявания обект (България). Следователно:

$$Kk = \text{Странови риск Дания} / \text{Странови риск България}$$
$$Kk = \text{Странови риск САЩ} / \text{Странови риск България}$$

Според Euromoney's Country Risk Index страновия риск за България е 56,81 точки, за Дания - 95,19 точки и за САЩ - 94,44 точки. В резултат на това Кк в случая е 1,68 (Дания/България) и 1,66 (САЩ/България). Изчислените стойности на коригираните пазарни множители за аналозите са представени в таблица 10.

б) **Кк по метода Institutional Investor's Country Credit Rating** е изчислен, използвайки информация от база данни **Country Credit - Global Credit Ranking.mht** на списание „US Institutional Investor”. Коефициентът представлява отношение между точките за Дания, респективно за САЩ и присъдените точки на България. Данните от изчисленията за Кк за странови риск и за коригираните пазарни множители са отразени в таблица 10.

в) **Кк по метода Country @rating methodology by Coface** е изчислен с помощта на база данни **cofacrating.com**. При тази методология по-ниската оценка съответства на по-висока надеждност и по-нисък риск. Коефициентът за корекция се формира като частно от делението на страновия рейтинг на България и този на държавата, от която е аналога.

$$Kk = \text{РейтингБългария} / \text{РейтингДания}$$
$$Kk = \text{РейтингБългария} / \text{РейтингСАЩ}$$

Изчислените Кк за странови риск по тази методология, както и коригираните с тях пазарни множители за аналозите са представени в таблица 10.

г) **Кк по метода Index of Economic Freedom**. За изчисляването му е използвана база данни **heritage.org**. Коефициентът се формира като отношение между страновия рейтинг на САЩ (Дания) и на България.

Данните за Кк за странови риск по тази методология, както и коригираните с него пазарни множители на предприятията-аналози са дадени в таблица 10.

- **Елиминиране на разликите в коефициентите за рентабилност**

Общият корекционен коефициент за рентабилност (**ОКк_р**) се изчислява за всяка от двойките „оценявано предприятие – чуждестранен аналог”. Доколкото в настоящата оценка се работи с три чуждестранни аналога, в хода на оценката са изчислени три **ОКк_р**, представени в таблица 10. С този коефициент се коригира всеки пазарен множител на съответния аналог.

6. Изчисляване на среднопотеглено значение на всеки пазарен множител на предприятията-аналози

За улесняване на по-нататъшните разчети в оценката се изчислява средно претеглена стойност по отношение всички предприятия-аналози за всеки пазарен аналог. Резултатите от това претегляне в конкретния случай са отразени в таблица 10.

7. Формиране на справедливата пазарна стойност на оценяваното предприятие

По същество на този етап финализира разработването на пазарната оценка. Осъществяването му преминава през следните стъпки:

1. Със съответния осреднен пазарен множител се умножава финансовия показател на оценяваното предприятие. В конкретния случай това са следните финансови показатели на оценяваното предприятие – нетна печалба, балансова стойност на собствения капитал и нетни приходи от продажби. Резултатите от тези изчисления са показани в Таблица 11.
2. Извършва се претегляне на оценките по съответните множители, като се придава тежест на всеки от тях. В настоящата оценка е дадено тегло от 0.4 за пазарния мултипликатор „Цена/Нетна печалба” (P/E), 0.4 за „Цена/Балансова стойност на собствения капитал” (P/B) и 0.2 за ”Цена/Нетни приходи от продажби” (P/S). Мотивите за това решение са свързани с бързото развитие на банката и нарастването на нетната печалба с 49.5% през годината на извършване на оценката спрямо предходната, както и намалената ставка за корпоративен данък по ЗКПО в България, което ще даде допълнителен ефект върху темпа на нарастване на печалбата. Увеличението на собствения капитал с 75.2% също оказва положително влияние върху показателите на банката. Данните от извършеното претегляне на оценките са отразени в таблица 11.
3. Внасяне на заключителни поправки в оценката. Те са необходими, тъй като оценката по метода на капиталовия пазар определя пазарната стойност на миноритарен пакет. За да получим стойността на собствения капитал на предприятието е необходимо да се включи и премията за контрол, представляваща стойностното изражение на преимуществото, което осигурява притежаването на контролния пакет от предприятието. В настоящата оценка е възприета корекция с премия за контрол от 25%.¹⁴

Изчислението е отразено в таблица 11.

¹⁴ По този въпрос вж.: Sh.Pratt. Business Valuation. Discounts and premiums. John Wiley&Sons, Inc., 2001

ВЛИЯНИЕ НА ИЗПОЛЗВАНИТЕ МЕТОДИ ЗА КОЛИЧЕСТВЕНА ОЦЕНКА НА СТРАНОВИЯ РИСК ВЪРХУ КРАЙНАТА ЦЕНА НА ОЦЕНЯВАНИЯ ОБЕКТ

Както вече беше отбелязано, използването на различни методики за оценка на страновия риск могат да доведат до различни резултати в крайната оценка на обекта. Идеята е да се установи промяната в стойността за всеки един индекс за странови риск, като се изчисли коефициента на вариация, показващ степента на отклонение на изследваната величина (стойността на Банката) от средното значение. Средната стойност, стандартното отклонение и коефициентът на вариацията на цената, изчислена посредством различните индекси за странови риск се определят по следните формули:

$$\bar{X} = \left[\sum_{i=1}^N X_i \right] / N$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2}{N}}$$

$$v = \sigma / \bar{X}$$

където:

X - средна стойност на оценяваното предприятие;

X_i - стойност на оценяваното предприятие по съответния индекс за странови риск;

N - броя на методите за определяне на страновия риск;

σ - стандартно отклонение на стойността на предприятието

v - коефициент на вариация

Данните от проведените изчисления за средната стойност, стандартното отклонение и коефициента на вариация са обобщени в таблица 12.

Таблица 12 . Сравнителна таблица на резултатите от използване на различни методологии за оценка на страновия риск

Метод за странови риск	Стойност
Цена на оценяваното предприятие чрез Euromoney's Country Risk Index	167 989 364
Цена на оценяваното предприятие чрез Institutional Investor's Country Credit Rating	166 218 832
Цена на оценяваното предприятие чрез Country @rating methodology by Coface	154 884 611
Цена на оценяваното предприятие чрез Index of Economic Freedom	219 784 089
Средна стойност на оценяваното предприятие	177 219 224
Стандартно отклонение	28 964 355
Коефициент на вариация	0.16

Стандартното отклонение на средната стойност (177 219 224 лв.), определена чрез използването на четири различни метода за количествено измерване на страновия риск по метода на капиталовия пазар е 28 964 355 лв. Като статистическа мярка за изменчивостта (разсейването) на изследваната величина (пазарната стойност на

оценявания обект) стандартното отклонение е привлекателно с това, че дава представа за количеството стойности, разположени в интервала [148 254 869 лв. ; 206 183 579 лв.]¹⁵. При нормално разпределение на определените стойности за цената на банката в този интервал ще попаднат 68.26% от тях, а при останалите случаи (на отклонения от нормалното разпределение) може да се каже, че приблизително 2/3 от стойностите за разпределението ще попаднат в този интервал. Коефициентът на вариация е 16 %, т.е. разсейването на резултата около средната стойност на цената на Банката е значително. Влиянието на корекционния коефициент за странови риск е съществено при оценката на финансово предприятие. Необходимо е много внимателно да се подхожда към избора на методология за количественото измерване на страновия риск при използване на сравнителния подход за оценка на активи.

От проведените изчисления е видно, че методите Euromoney's Country Risk Index и Country Credit Ratings by Institutional Investor показват висока степен на корелация помежду им и със средната стойност на оценяваното предприятие. Това е в синхрон с установената корелация между тези подходи и риск рейтингите на водещите агенции Moody's и S&P при проучването на Claude B., Campbell R., Tadas E. в монографията „Country Risk in Global Financial Management”, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts (p.26-40). Причината за това е сходството при избора на факторите (макроикономическите показатели), на които е базирано измерването и начина на тяхното отчитане.

По-значителни отклонения дават методите Index of Economic Freedom и Country @rating methodology. Причината за отклонението на стойността на оценяваното предприятие, определена чрез Index of Economic Freedom може да се обясни с факта, че самият подход не е замислен подробно да обяснява икономическият растеж или друга променлива макроикономическа величина. Това е общоприет подход, който има за цел да отразява балансираната икономическа среда във всяка страна, обект на наблюдението. Нещо повече, той не извършва претегляне на десетте компонента, въз основа на които е дефиниран, а ги приема в равностойни, еднакво значими за напредъка на личността и икономиката на отделната страна като цяло.

При метода Country @rating methodology се отдава значение на конкретните стойности на макроикономическите показатели. В резултат на това страни, които са получили еднакъв рейтинг A1 (Дания и САЩ) имат голяма разлика в количественото измерване на страновия риск чрез макроикономическите параметри (Дания – 41.1 и САЩ – 17.7).

При изготвяне на оценка по сравнителния подход е от изключително значение да се познава добре използваната методология за количествено измерване на страновия риск, тъй като това може да доведе до съществено отклонение в крайния резултат на оценката и да повлияе върху вземането на инвестиционно решение.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Статията предлага усъвършенстван вариант на популярния пазарен подход за оценка на бизнеса в неговата разновидност метод на капиталовия пазар в условията на формиращ се пазар. Беше разгледана подробно същността на двата вида корекции: за странови риск и на показатели за рентабилност, осигуряващи съпоставимост между оценявания обект и подобрите аналози, независимо от пазара, от който те

¹⁵ (средна стойност – стандартно отклонение);(средна стойност + стандартно отклонение)

произхождат, както и от разликата в равнището на ефективността им. Проведен беше емпиричен тест за сравнителна оценка – начина на съвместно прилагане на двете основни групи корекции при оценка на българско предприятие с помощта на чуждестранни предприятия-аналози. Доказана беше тезата, че тези промени са необходими, но съществува опасност от манипулиране на резултатите от оценката. Затова корекциите трябва да се извършват внимателно.

Голямо влияние върху крайната оценка на предприятието оказва корекцията за странови риск. Липсата на единна концепция и големият брой методики налагат предпазливост при избора на методология за количествено измерване на страновия риск.

Таблица 10. Пазарни множители на предприятия-анализи с отразени странови риск и общ корекционен коефициент за ефективност

№	Странови риск	Euromoney's CountryRisk Index				InstitutionalInvestor's Country Credit Rating				Country @rating methodology by Coface				Index of Economic Freedom			
		Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Средно значение	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Средно значение	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Средно значение	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Средно значение
	Пазарни множители																
1	Цена/Нетна печалба P/E	22.62	19.69	14.71	—	22.62	19.69	14.71	—	22.62	19.69	14.71	—	22.62	19.69	14.71	—
2	Цена/Балансова стойност на СК P/B	1.90	1.76	1.10	—	1.90	1.76	1.10	—	1.90	1.76	1.10	—	1.90	1.76	1.10	—
3	Цена/Нетни приходи P/S	4.16	3.08	2.31	—	4.16	3.08	2.31	—	4.16	3.08	2.31	—	4.16	3.08	2.31	—
Корекционен коефициент за странови риск																	
4	Ниво на странови риск в съответната държава	95.19	94.44	94.44	—	94.4	94.5	94.5	—	41.1	17.7	17.7		76.20	81.10	81.10	—
5	Ниво на странови риск в България	56.81	56.81	56.81	—	56.2	56.2	56.2	—	35.9	35.9	35.9		63.40	63.40	63.40	—
6	Коеф. за корекция за странови риск	1.68	1.66	1.66	—	1.68	1.68	1.68	—	0.87	2.03	2.03		1.20	1.28	1.28	—
Пазарни множители с отразен странови риск																	
7	Цена/Нетна печалба (p.1/p.6) P/E	13.50	11.90	8.85	—	13.47	11.71	8.75	—	25.90	9.76	7.25	—	18.82	15.39	11.50	—
8	Цена/Балансова стойност СК (p.2/p.6) P/B	1.13	1.06	0.66	—	1.13	1.05	0.65	—	2.18	0.87	0.54	—	1.58	1.38	0.86	—
9	Цена/Нетни приходи (p.3/p.6) P/S	2.48	1.85	1.39	—	2.48	1.83	1.37	—	4.76	1.52	1.14	—	3.46	2.41	1.81	—
Общ корекционен коефициент за ефективност (ОККЕ)																	
10	ОКк _p	0.44	2.22	3.89	—	0.44	2.22	3.89	—	0.44	2.22	3.89	—	0.44	2.22	3.89	—
Пазарни множители с отразен странови риск и общ корекционен коефициент за ефективност																	
11	Цена/Нетна печалба (p.7*p.10) P/E	5.94	26.29	34.42	22.22	5.93	26.00	34.03	21.98	11.39	21.66	28.21	20.42	8.28	34.14	44.73	29.06
12	Цена/Бал. стойност СК (p.8*p.10) P/B	0.50	2.35	2.57	1.81	0.50	2.32	2.54	1.79	0.96	1.93	2.11	1.66	0.70	3.05	3.35	2.37
13	Цена/Нетни приходи (p.9*p.10) P/S	1.09	4.11	5.41	3.54	1.09	4.07	5.34	3.50	2.10	3.37	4.43	3.30	1.52	5.35	7.02	4.63

Таблица 11 .Справедлива пазарна стойност на оценяваното предприятие при използване на методите за странови риск *Euromoney's CountryRisk Index, Institutional Investor's Country Credit Rating, Country @rating methodology by Coface, Index of Economic Freedom*

1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
№	Финансови показатели на оценяваното предприятие		Осреднена стойност на пазарния множител				Пазарна стойност на оценяваното предприятие				Отн. тегла на оценките	Претеглена пазарна стойност			
							<i>Euromoney's CountryRisk Index</i>	<i>Institutional Investor's Country Credit Rating</i>	<i>Country @rating Methodology by Coface</i>	<i>Index of Economic Freedom</i>		<i>Euromoney's CountryRisk Index</i>	<i>Institutional Investor's Country Credit Rating</i>	<i>Country @rating Methodology by Coface</i>	<i>Index of Economic Freedom</i>
							к.2*к.3	к.2*к.4	к.2*к.5	к.2*к.6		к.7*к.11	к.8*к.11	к.9*к.11	к.10*к.11
	ХИЛ. ЛВ.						ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ		ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ	ХИЛ.ЛВ
1	Нетна печалба	6544	22.22	21.98	20.42	29.06	145399	143 862	133 646	190182	0.4	58 160	57 545	53 458	76 073
2	Собствен капитал	75157	1.81	1.79	1.66	2.37	135866	134 434	125 091	177750	0.4	54 346	53 773	50 037	71 100
3	Общо приходи	30938	3.54	3.50	3.30	4.63	109427	108 284	102 065	143274	0.2	21 885	21 657	20 413	28 655
4	Пазарна стойност на оценяваното предприятие (р.1+р.2+р.3)											134391	132 975	123 908	175 827
5	Пазарна стойност за една акция (лв) (р.4/брой акции на оценяваното предприятие)											26.88	26.60	24.78	35.17
6	Пазарна стойност с включена премия за контрол (1.25*р.4)											167989	166 219	154 885	219 784
7	Пазарна стойност с премия за контрол за една акция (р.6/брой акции)											33.60	33.24	30.98	43.96

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Ненков, Д. , Оценка на инвестициите в реални активи, УИ “Стопанство”, София, 2005
2. Ненков, Д., Фактически и фундаментални коефициенти “цена-доход” на българския капиталов пазар, сп. “Икономическа мисъл”, София, бр.6, 2007
3. Чиркова Е., Как оценить бизнес по аналогии.М., Альпина бизнес букс, 2005
4. Beach William W. and Kane Tim, Ph.D.Methodology: Measuring the 10 Economic Freedoms
5. Global Investment Strategy, John Wiley & Sons Ltd, 2003 Claude B., Campbell R., Tadas E.- Country Risk in Global Financial Management
6. Damodaran, Aswath, Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, John Wiley & Sons, New York, 2002
7. Molodovsky, N. A Theory of Price-Earnings Ratios. – Financial Analysts Journal, January/February, 1995
8. Penman, St. H. The Articulation of Price-Earnings and Market-to-book Ratios and the Evaluation of Growth. University of California – Berkeley, 1993
9. Pratt, Sh. Business Valuation. Discounts and premiums. John Wiley&Sons, Inc., 2001
10. www.beri.com
11. www.prsgroup.com
12. www.prsgroup.com/ICRG.aspx
13. www.heritage.org/research/features/index/searchresults.cfm?factor=none
14. www.heritage.org/research/features/index/index.cfm
15. <http://www.heritage.org/index/>
16. www.eiu.com
17. www.institutionalinvestor.com/
18. www.iimagazinerankings.com/CountryCredit/SovCreditCountry.asp?PageID=SCCcountries
19. <http://www.iimagazinerankings.com/CountryCredit/methodology.asp>
20. <http://www.iimagazine.com/Rankings/RankingsCountryCredit.aspx?src=http://www.iimagazinerankings.com/rankingsRankCCMaGlobal09/globalRanking.asp~startIdx--0>
21. <http://www.iimagazine.com/Rankings/RankingsCountryCredit.aspx?src=http://www.iimagazinerankings.com/rankingsRankCCSeGlobal08/globalRanking.asp~startIdx--40>
22. www.cofacerating.com
23. www.fitchratings.com
24. www.standardandpoors.com
25. www.moody.com
26. www.euromoney.com
27. <http://www.euromoney.com/Article/1898962/Country-risk-March-2008-overall-results-index-table.html>
28. www.iimagazine.com
29. www.paragraf22.com/pravo/naredbi/33747.html

