

SPECIFICITIES OF VALUE AND STRUCTURE OF SOURCES OF FINANCE FOR THE FIRM

Yakim Kitanov

VUZF University – Sofia, Bulgaria

Abstract: The company as a socio-economic subject, having as its main purpose the generation of profits, considers each of its actions mainly in terms of economic gain. In other situations, other criteria may play a part, but the criterion of economic efficiency is always dominant.

Company finances can be defined as a set of cash inflows and cash outflows as a result of past investments. To optimize the aggregation of these flows, an organizational structure for managing the finances is formed in each company. This structure is called not only to optimize the flow of resources but also to ensure the realization of the main functions of finance. The subject of the study is the peculiarities of the value and structure of the company's sources of financing.

Keywords: value, capital, interest rates, risk.

ОСОБЕНОСТИ НА СТОЙНОСТТА И СТРУКТУРАТА НА ИЗТОЧНИЦИТЕ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ФИРМАТА

Яким Китанов

Висше училище по застраховане и финанси – София, България

Резюме: Фирмата като социално-икономически субект, имаща като основна цел генерирането на печалба, разглежда всяко свое действие основно от гледна точка на икономическата изгода. В отделни ситуации могат да влияят и други критерии, но критерият за икономическа ефективност винаги е доминиращ.

Финансите на фирмата могат да бъдат определени като съвкупност на потоци от приход и разход на парични средства, в резултат на предишни инвестиции. За да бъде оптимална съвкупността от тези потоци, във всяко фирма се формира организационна структура за управление на финансите. Тази структура е призвана не само да оптимизира ресурсния поток, но и да осигури реализацията на основните функции на финансите. Обект на изследването са особеностите на стойността и структурата на източниците на финансиране на фирмата.

Ключови думи: стойност, капитал, лихвени проценти, риск.

Въведение

Всяка стопанска дейност е подвластна на три основни производствени фактора – *природни ресурси, трудови ресурси и капитал*. Тяхното използване е свързано с разходи, които фирмата извършва, за да ги привлече. Значимостта им може да бъде оценявана различно, в зависимост от позициите за оценка – от държавата, фирмата, собствениците и др. От позициите на фирмата, доминираща е ролята на финансовите ресурси, което определя отговорностите на финансовия мениджър за тяхното образуване, възможностите и способностите за тяхната мобилизация. Използването на един или друг източник за финансиране е свързано с периодичните разходи на фирмата – плащане на дивиденди, лихви и др. В преобладаващите случаи източниците на ресурси не са безплатни, поради което от съществено значение е „стойността на източника“.

Стойност на източниците за финансиране

Стойността на източника за финансиране се определя от сумата, която следва редовно да се заплаща за привличаните ресурси, изразена в проценти. Тъй като разходите, свързани с плащането на лихвите, се третират различно от данъчните регулатори, се оказва, че привличането на един и същи обем от средства, но от различни източници, може да струва на фирмата различно. Например, цената на капитала, оценяван като акционерен капитал и банков кредит се проявява съответно чрез дивидента и лихвената ставка. Тъй като в повечето страни е разрешено лихвите по заемните средства да се включват в текущите разходи, т.е. да намаляват данъчно облагаемата печалба, а дивидентите се изплащат от чистата печалба след данъчното ѝ облагане, става ясно, че източника „Акционерен капитал“ е по-скъп от източника „Банков кредит“. В идеалния случай оборотните активи се финансират за сметка на краткосрочни източници, а основните средства – от дългосрочни източници. Плащанията по привлечените дългосрочни източници за финансиране следва да се извършват за продължителен период от време. Така от позициите на фирмата особено важна е същността на понятието „стойност на капитала“ като ниво на редовните разходи за фирмата.

Понятията „стойност“ и „капитал“, разглеждани отделно, имат друга, собствена интерпретация. Стойността (цената) на капитала е процентна ставка (лихва), отразяваща неговата разходна природа. Що се отнася до избора между понятията „цена“ и „стойност“, те могат да се използват и като равнозначни. Например, понятието „стойност на капитала“ би могло да се използва, когато става въпрос за бъдещето, за планирането, т.е. когато капиталът не е привлечен. В случаите, когато капиталът е привлечен и разходите за него са известни, напълно допустимо е използването на понятието „цена на капитала“ като характеристика за тях.

Концепцията за стойността на капитала е една от базовите в теорията за капитала. Тя не се свежда само до изчисляването на относителната величина на плащанията, които следва да се превеждат на собствениците му, предоставящи финансов ресурс, но и характеризират нивото на рентабилност на инвестирания капитал, който следва да си осигурява фирмата, за да не намали своята пазарна стойност. Определянето на стойността на капитала не е самоцелно, тъй като: *първо*, този показател характеризира дейността на фирмата в дългосрочна перспектива и *второ*, средно претеглената стойност на капитала на фирмата е един от ключовите показатели при формирането на бюджета за капиталните вложения.

Всяка фирма се финансира обикновено от няколко източника. Тъй като стойността на всеки източник е различна, то стойността на капитала на фирмата се изчислява по средно аритметичната претеглена стойност. Показателят се изчислява в проценти и, като правило, по годишни данни. Основната сложност е в изчисляване стойността на капитала, получаван от конкретен източник. За някои източници това е лесно (например, за банковия кредит), а за други е трудно, при което точното изчисляване, по принцип, е невъзможно. Въпреки това, даже приблизителната представа за стойността на капитала на фирмата е полезна както за сравнителния анализ на ефективността на авансираните средства в нейната дейност, така и за осъществяване на собствената инвестиционна политика.

Финансовият мениджър следва да знае стойността на капитала на фирмата по редица причини:

– *първо*, стойността на собствения капитал представлява от само себе си резултата от възвращаемостта на вложените от инвеститорите ресурси и може да бъде използвана за определяне пазарната оценка на собствения капитал и прогнозиране на възможното изменение на цените на акциите на фирмата в зависимост от промяната в очакваните изменения на печалбата и дивидентите;

– *второ*, стойността на заемните средства се асоциира с изплащаните лихви, поради което следва да се избира най-добрият от няколкото варианта за привличане на капитали;

– *трето*, максимизирането на пазарната стойност на фирмата, като основна задача пред мениджмънта, се постига под влиянието на редица фактори, например, за сметка на максимизирането на стойността на всички използвани източници;

– *четвърто*, стойността на капитала се явява един от ключовите фактори при анализ на инвестиционни проекти.

За пресмятане на средно претеглената стойност на капитала на фирмата е необходимо да се анализират петте основни източника на капитал:

- а) банковият кредит;
- б) облигационните заеми;
- в) дяловият капитал във вид на привилегироваани акции;
- г) дяловият капитал във вид на обикновени акции;
- д) реинвестираната печалба (собствените средства).

Всеки от тези източници има различна стойност, обаче логиката на нейното формиране е еднаква и в най-общ вид може да бъде описана с известния модел на равновесието между търсене и предлагане на финансови ресурси от даден тип.

В условията на равновесие на капиталовия пазар стойността на източниците се установява стихийно в резултат на взаимодействието между пазарните контрагенти. Колкото по-голямо е предлагането на капитал от даден тип, толкова по-малка е неговата цена. Търсенето е противоположно на предлагането, т.е. колкото по-голямо е търсенето на финансов ресурс от даден тип, толкова по-голяма е неговата цена. Нивото на стойността на капитала се определя от пресечната точка на тези две състояния в дадения момент. Ако икономиката, например, се намира в инфлационно състояние или в нея съществена роля играят непазарни механизми, инструменти и ограничения, то стойността на даден източник може да бъде изкривена (изведена извън пазарната логика).

Всяка фирма финансира своята дейност, в това число и инвестиционната, от различни източници. За използваните финансови ресурси тя плаща лихви, дивиденди, възнаграждения, т.е. има някакви обосновани разходи за поддържане на своя икономически потенциал. Както беше посочено, всеки източник има своя стойност (цена) като относителна величина (процент) към редовните разходи по осигуряването на дадения източник. Невъзможно е да се даде точно съотношение между значенията на стойностите на източниците, тъй като в реални условия са възможни всякакви отклонения, обусловени както от външната конюнктура, така и от ефективността в действията на самата фирма.

Независимо от това, следва да се разбира и отчита логиката и последователността на процедурите по привличането на източниците за финансиране. Освен това, някои съотношения, от позициите на теорията, са напълно оправдани. Например, очевидно е, че стойността на собствените средства следва да бъде по-голяма от стойността на заемните средства, тъй като относителните разходи за поддържането на последните най-често са фиксирани и се изплащат с предимство пред дивидентите, т.е. те са по-малко рискови, а на по-малкия риск следва да съответства и по-малка доходност, числено съвпадаща в дадения случай със стойността на източника.

Дори в устойчива, равновесна икономика системата за финансиране дейността на фирмата не е постоянна, особено в етапа на нейното стартиране. Обаче, в процеса на стабилизиране на дейностите, на мащабите на производството, на връзките с контрагентите се формира определена структура от източници, оптимална за дадения бизнес и конкретната фирма.

Показателят, характеризиращ относителното ниво на общата сума на редовните разходи за поддържане на фирмата се (оптимална, целева и т.н.) структура на капитала, авансиран в дейността на фирмата, отнесени към общия обем на привлечените средства и изразени чрез понятията годишна лихвена ставка, характеризира стойността на капитала, авансиран в дейността на фирмата и се определя като *средно претеглена стойност на капитала* (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Средно претеглената стойност отразява

формиралата се във фирмата минимум възвращаемост на вложения в нейната дейност капитал и неговата рентабилност и се пресмята по средно претеглена аритметична величина. Този показател е приблизителен, като точността не само не е постижима, но и едва ли е уместна, тъй като *WACC* се използва, преди всичко, за вземане на решения от стратегически характер. Например, с този показател се сравнява значението на IRR (вътрешната норма на печалбата) на инвестиционния проект, за който се разглежда целесъобразността на реализацията.

По отношение на *WACC* следва да се направят няколко уточнения:

Първо. Смисълът за пресмятането на *WACC*, както и стойността на всеки източник, е не в оценката на формиралите се негови значения, а главно в определяне стойността на новопривличаните парични ресурси, тъй като основното предназначение на *WACC* е да се използва като коефициент за дисконтиране при съставянето на бюджета за капиталовложения.

Второ. Значенията на *WACC* са относително стабилна величина и отразяват формиралата се оптимална структура на капитала. В случая понятието „оптимална“ следва да се разбира с известна условност, тъй като то нерядко носи принудителен характер. Собствениците и ръководството на фирмата е възможно да желаят да променят структурата на източниците, обаче по силата на обективни и субективни обстоятелства това да не е възможно.

Трето. Съществуват два подхода при избора на тегловните (дяловите) части – те се вземат на базата на пазарните оценки на съставните части на капитала или от балансовите оценки.

Четвърто. Точността на разчетите на *WACC* зависи от това, доколко точно е пресметнатата стойността на капитала на отделните източници. Доколкото се използва прогнозна оценка, тя е приемлива за аналитични цели. Единствено безспорно е, че при други равни условия намаляването на *WACC* спомага за повишаване ценността на фирмата, т.е. на нейната пазарна стойност.

Пето. Формално могат да се обособят дългосрочните източници за финансиране, да се оценява тяхната стойност и да се пресмятат значенията на *WACC*. Обаче, на практика най-често се ограничават с два обобщени източника – собствения и заемния капитал.

Шесто. Коректността на разчета на *WACC* предполага стойността на някои източници да се определя до и след данъчните изчисления и как да се постигне исканата съпоставимост. Логиката на количествените оценки следва да се разглежда от позициите на собствениците на фирмата, тъй като именно те (или техните мениджъри) вземат решенията, в това число и по отношение на структурите на капитала, спомагащи за повишаване на техните благосъстояния.

Всички количествени оценки следва да се разглеждат от топ-мениджърите на фирмата в контекста на спазване интересите на собствениците на фирмата, тъй като приемането на всяко сериозно финансово решение е свързано с тях. Именно затова, съпоставимостта на отделните източници се постига чрез използването на показатели, изчислени на базата на след данъчна основа.

При анализ на инвестиционни проекти използването на *WACC* в качеството на коефициент за дисконтиране е възможно в случай, когато новите и съществуващите инвестиции са еднакво рискови и се финансират от различни източници, които са типови за финансиране инвестиционната дейност в дадената фирма. Нерядко привличането на допълнителни източници за финансиране води до изменение на финансовия риск за фирмата като цяло, т.е. към изменение на значенията на *WACC*. Върху този показател оказват влияние не само вътрешните условия в дейността на фирмата, но и външната конюнктура на финансовия пазар. При промяна в лихвените ставки се променя и търсената от акционерите норма на печалбата на инвестирания капитал, което влияе на *WACC*.

Независимо от посочените условности, *WACC*, от позициите на теорията, се смята за най-приемлив ориентир при пресмятане на маргиналните (пределните) разходи за привличане на нови източници за финансиране при условия, че новите проекти имат същото ниво на

производствен и финансов риск. Освен това, *WACC* може да се използва за оценка на ориентируващата пазарна стойност на фирмата.

Дотук се проследяваше логиката за оценка стойността на капитала на фирмата в условията на формирала се финансова структура. На практика много по-голямо значение има оценката в перспектива. Например, да се даде отговор на въпроса, ако фирмата желае да мобилизира средства за реализирането на крупен инвестиционен проект, колко ще ѝ струва това?

Една от ключовите категории в икономиката са пределните (маргиналните) разходи, които се разбират като разходи за поредната единица продукт. Тяхната величина зависи от много фактори, поддаващи се на идентификация и оценка с помощта на алгоритми и модели с една или друга степен на сложност. Един от факторите, който не се поддава на оценка, е професионализмът, като правило, нарастващ с развитието на фирмата и съпътстващото нарастване на обемите на производството. Взаимовръзката между относителните разходи на труд (зависима променлива) и обема на продукцията в натурални единици (независима променлива) се разглежда като *крива на обучението (learning curve)*. Ефектът от тази крива е тясно свързан с принципа на възвращаемост от мащаба (Returns on Scale), когато нарастването на обемите на производството се съпровожда с ръст на ефективността на финансово-стопанската дейност на фирмата. Изследвания са показали, че при удвояване обема на производството относителните разходи на труд обикновено се намаляват с някакво постоянно темпо – 10 - 40%.

С увеличаване обемите на производството относителните, а следователно, и маргиналните разходи намаляват, обаче това намаляване не може да бode безкрайно. С натрупването на производствен и технологичен опит и стабилизиране дейността на фирмата се постига определено оптимално ниво на производството, а при неговото увеличение маргиналните разходи започват да нарастват. Една от причините е нарастването на управленските разходи.

Логиката на изменението на маргиналните разходи се прилага и за оценка стойността на капитала. Средно претеглената стойност на капитала при съществуваща структура на източниците е оценка по данни от минали периоди. Но стойността на отделните източници, както и структурата на капитала, постоянно се променя. Затова и средно претеглената стойност на капитала не е постоянна величина. Тя се променя с времето и е под влиянието на редица фактори.

Пределната (маргиналната) стойност на капитала (Marginal Cost of Capital, MCC) се пресмята въз основа на прогнозни разчети на разходите, които фирмата ще бъде принудена да направи за увеличаване обема на инвестициите при формираните се условия на фондовия пазар. Прогнозната стойност на капитала, която ще се явява пределна, може съществено да се различава от текущата стойност, т.е. от текущата му цена на фондовия пазар.

Следователно, относителните разходи за привличането на нови ресурси се променят нелинейно. Например, ако разходите за привличането на 50 работника са 25 евро за човек, то те стават 20 евро – ако се приличат 500 човека. Съща е логиката и с привличането на финансови ресурси, при което стойността на капитала може да се променя във всяка посока – в зависимост от обема на привличаните средства. Пределната стойност на капитала може да остава постоянна, обаче при достигане на определен критичен обем на привличаните средства, съществено се променя и структурата на източниците - *WACC* рязко нараства.

Може да се смята, че в стабилно действаща фирма с формирала се система за финансиране средно претеглената стойност на капитала (*WACC*) остава постоянна величина при известно вариране на обема на въвлечаните в хода на инвестирането ресурси, като при достигане на определен предел тя нараства. По този начин, пределната стойност на капитала става функция от обема на въвлечаните финансови ресурси.

Обикновено, логиката на инвестиционния процес свързва удовлетворяването на фирмените потребности за нарастване на производствения потенциал за сметка на

реинвестиране на печалбата, т.е. мобилизиране на вътрешни източници, свеждащи се до реструктуриране на активите. В такива случаи структурата на източниците за финансиране не се променя. Обаче, ако инвестиционните възможности и нуждите на фирмата са големи, то тя се опитва да привлече външни източници. Това води до промени в структурата на източниците, в частност, до повишаване дела на заемния капитал, т.е. до увеличение на финансовия риск.

Заслужава да се акцентира върху някои обстоятелства:

Първо. Анализът на съотношенията между стойността на капитала от различни източници показва, че дългосрочният заеман капитал се явява относително по-евтин от останалите. Затова, на пръв поглед изглежда странно, че получаването на банков кредит може да доведе до ръст на *WACC*. Но поредният кредит следва да се разглежда не изолирано, а в контекста на съществуващите условия, например, от структурата на капитала на фирмата в деня на неговото получаване, перспективите за рентабилност в нейната дейност в бъдеще и свързаната с това възможност за своевременно погасяване на кредита. Условията на банката при предоставянето на кредита могат съществено да се различават при дял на заемните средства в структурата на източниците от 10% или 90%. Тук важно значение има нивото на финансовия риск, който се повишава с ръста на дела на заемния капитал. Именно с повишаването на риска се обяснява увеличаването на значението на *WACC* (средно претеглената стойност на капитала) в този случай.

Второ. *WACC* има стабилно значение при определена оптимална структура на капитала, подразбирана като определено съотношение между собствения и заемния капитал. При реинвестиране на печалбата дялът на собствените средства се повишава, поради което принципът за запазването на оптималната структура на капитала дава на фирмата възможност (поне теоретична) да привлече известен обем финансови ресурси от външни източници при приемливи условия, съответстващи на формиралата се по-рано структура. По този начин, общият обем на допълнителните финансови ресурси, въвличането в инвестиционния процес на които не води до повишаване на средно претеглената стойност на капитала, е повече, отколкото величината на реинвестираната печалба.

Трето, Чисто теоретично, пределната (маргиналната) стойност на капитала (*MCC*) може да има няколко позиции на разминаване в зависимост от това каква е градацията на източниците на средства, как се трактува понятието печалба и каква е действащата система на данъчно облагане. Например, теоретично е възможно да се разграничат такива източници за финансиране, като дяловия капитал във вид на привилегировани и обикновени акции, отлагането на плащане на данъци, образуващи се от различията при изчисляване на печалбата за целите на данъчното облагане и предоставянето ѝ на собствениците на фирмата и др.

Структура на фирмения капитал

В теорията на финансовия мениджмънт се различават две структури - *финансова структура* и *структура на фирмения капитал*.

Финансовата структура включва начина за финансиране дейността на фирмата като цяло, т.е. структурата на всички източници на средства, включително и краткосрочните. *Структурата на фирмения капитал* се отнася към по-тясна част от източниците на средства – дългосрочните пасиви (на собствения и заемния капитал). В раздела се анализира структурата на капитала като политика за вземане на решения за фирмата с дългосрочен характер.

Собствените и заемните източници на средства се различават по редица признаци, основните от които са показани в таблицата.

Различия между основните видове източници на средства

Признак	Собствен капитал	Заеман капитал
Право на участие в управлението	дава	не дава
Право за получаване на част от печалбата	по остатъчен принцип	първостепенно
Очаквана доходност	варира	обикновено предопределена
Срок на възвръщаемост	неустановен	установен от договора
Сравнителна стойност на източника	по-скъп	по-евтин
Данъчни привилегии	няма	има

Структурата на капитала, очевидно, оказва *пряко* влияние върху резултатите от финансово-стопанската дейност на фирмата и *косвено* – по отношение към собствениците и кредиторите, т.е. върху величината на капитала. Ако влиянието върху печалбата е повече или по-малко обяснимо (някои заемни средства намаляват данъчно облаганата печалба), то с втората зависимост нещата са по-различни. Съотношението между собствения и заемния капитал характеризира нивото на финансовия риск за дадената компания. Рискът е тясно свързан с доходността, т.е. с възвръщаемостта на вложения капитал. Повишаването на дела на заемния капитал (като по-евтин) характеризира и повишаването на риска за фирмата, което естествено е свързано с очакването за повишаване на доходността. Промяната в доходността незабавно води до промяна в стойностната оценка на съответния финансов актив (акции, облигации), което се отразява и върху пазарната стойност на фирмата-емитент.

Оценката на фирмата и, най-важно, на динамиката на тази оценка са изключително важни индикатори за устойчивостта на нейната печеливша дейност и перспективи за съществуване. Да се получи оценка е възможно по различни начини, но най-очевиден е да се използва балансът на фирмата, тъй като счетоводният баланс дава обобщен финансов модел на фирмата. Проблемът е в това, че той обикновено се съставя по така наричаните исторически цени, и затова не дава, не показва величината на пазарната стойност на фирмата. Балансът може да се състави и в пазарни оценки, но това обикновено се извършва при ликвидационен баланс, когато се извършва ликвидация на активите по текущи пазарни цени. Затова стойността на фирмата в пазарни и балансови оценки, като правило, съществено се различава.

Основно свойство на баланса е, че активите и пасивите, както и техните изменения, са равнозначни. Определена сложност в тяхната интерпретация се проявява само в случай на представянето на баланса в пазарна оценка. Особени проблеми няма, когато изходен момент на анализа е пазарната оценка на активите. Ако тази оценка превъзхожда балансовата (или е по-малка), то разликата може да се трактува като условна печалба (или загуба). Тази разлика увеличава (намалява) собствения капитал, т.е. влиза в състава на пасива на баланса. По-сложна е интерпретацията, когато се изхожда от пазарната оценка пасивите, което е напълно обикновена аналитична операция на капиталовите пазари. В този случай разликата между пазарните оценки на активите и пасивите характеризира гудуила (положителен или отрицателен). Неговият икономически смисъл се заключава в стойностната оценка на постигнатото от фирмата към момента на анализа на нейните нематериални ценности (търговска марка, патенти – разработени и не показани, състояние на колектива и др.). При равни други условия, колкото по-голямо е значението на положителния гудуил, толкова по-ценна е компанията.

Съществуват три ключови характеристики при анализа на нейната стойност в пазарни оценки – *стойностна, пазарна капитализация и съвкупна пазарна стойност*.

Под *стойност на фирмата (Value of Firm)* се разбира величината на нейния собствен капитал (по-точно капиталът на собствениците). В дадения случай фирмата се разглежда като обикновена стока, продаваща се на пазара. На фондовия пазар битува сентенцията - „купуват се не акции, купува се бизнес“. Тук леко завоалирано се намеква за ролята и значението на гудуила. Стойността на фирмата в пазарни цени се разкрива от две ситуации: *първо*, като обикновена фирма, която дори и да има отношение към фондовия пазар, то е само в качеството на участник на вторичния пазар; *второ*, като фирмата, която котира своите акции на организирания фондов пазар, т.е. налице е листингова компания (Listed Company).

В първия случай понятието пазарни цени с определена условност е приложимо само по отношение на активите на фирмата. Някакъв ерзац на пазарна стойност на такава фирма може да бъде получен чрез оценка на нейните чисти активи, извършена в условията на фиктивна ликвидация и с използване на пазарни оценки на активите в баланса на фирмата. Тази условност е свързана с факта:

- *първо*, че пазарни цени съществуват не за всички активи и затова се налага да се прибягва към достатъчно субективното понятие „справедлива стойност“;
- *второ*, че получената стойностна оценка има локален, индивидуализиран характер, тъй като изразява мнение на конкретен оценител, а не на пазара като цяло;
- *трето*, че истинското значение на пазарната стойност на нелистингови фирми може да бъде определена само в резултат на сделка по нейната покупко-продажба и затова всички оценки на нейните стойности, получени по косвен път са достатъчно условни.

Във втория случай, т.е. за фирма, котираща своите акции на борсата, оценката за нейната стойност се формира на пазара и се проявява чрез текущите пазарни цени на акциите в реално време. Затова за листинговите фирми се използва понятието „пазарна капитализация“ като съвкупна оценка на икономическата ценност на всички акции на фирмата, допуснати до официална търговия на фондовата борса (понятията „пазарна капитализация“ и „стойност на листинговата компания“ са синоними).

Понятието „стойност на фирмата“ не следва да се смесва с оценката (отчетна или пазарна) на активите на фирмата. В *първия случай* се оценява капиталът (т.е. част от пасива на баланса) или чистите активи и вътрешнофирменият гудуил, а във *втория* – активът на баланса. От формални гледна точка стойността на фирмата обобщава стойностната оценка на три компонента:

- *първо*, на чистите активи на фирмата, оставащи в разположение на нейните собственици след задоволяване потребностите на трети лица (оценка по възможната реализация на активите поотделно);
- *второ*, гудуилът на фирмата като съвкупност от нематериалните вътрешнофирмени фактори, осигуряващи фирмата с допълнителни конкурентни предимства;
- *трето*, очакванията на пазара по отношение на перспективността на фирмата (това се отнася само за листинговите фирми).

В основата на *първия компонент* са активите на фирмата, на *втория* – присъщата управленско-технологична култура, връзки и репутация, на *третия* – относително устойчивите или ажиотажните очаквания на инвеститорите по отношение на инвестиционната и спекулативна привлекателност на ценните книжа като стока на фондовата борса. Най-голям принос за вариране в пазарната капитализация на фирмата има последният компонент. Но практически е невъзможно строго разделение, тъй като всяко решение за подобно разделение е изключително субективно.

Идентификацията на понятието „стойност на фирмата“ и определянето на нейната величина е достатъчно нееднозначна. Ако фирмата се разглежда като стока, то посочената по-горе трактовка за стойността на фирмата е вярна. В тази концепция добре се вписват и

правните аспекти. В отсъствие на усложняващи ситуацията външни фактори (принуждаващи ликвидацията на фирмата) именно собствениците на фирмата могат да решат нейната съдба.

Обаче, съществува още един клас инвеститори – кредиторите, които също на дългосрочна основа финансират фирмата и затова, ако се изхожда от същността и закономерностите на фондовия пазар като цяло, ценността (стойността) на фирмата може да се характеризира като съвкупна стойностна оценка на акционерния и облигационния капитал. По този начин, *съвкупната пазарна стойност (ценност) на фирмата (Total Market Value of Firm)* представлява сумарната пазарна стойност на емитираните от нея акции и облигации, търгувани на фондовия пазар. Това е стойностната оценка на фирмата от позициите на всички доставчици на капитал (инвеститори), т.е. на лицата вложили във фирмата капитал на дългосрочна основа.

Заслужава да се подчертае, че стойностните и структурните оценки на акционерния и облигационния капитал на фирмата са взаимосвързани. Например, повишаването на нивото на финансовия ливъридж (отношението на заемния към собствения капитал) води до увеличаване на риска за притежателите на акции, които в такъв случай очакват и ръст на доходността (преди всичко капитализираната), което влияе върху пазарната цена на акциите.

Оценката на стойността на фирмата (на бизнеса) е изключително важен компонент в бизнес-услугите, предоставяни в пазарната икономика. За целта съществуват три базови подхода:

- *пазарен* – прилага се за нелистингови фирми чрез аналог с листингови фирми;
- *доходен* – чрез дисконтиране на очакван в бъдещето доход;
- *разходен или имуществен* – чрез оценка на активите и задълженията на фирмата с последващо пресмятане на чистите активи.

Заклучение

В заключение могат да бъдат направени следните обобщения:

Първо. Всякакви професионални разсъждения за стойностни оценки на фирмата предполагат ясно разбиране на икономическо-правната същност на понятието, с което се оперира. Фирмата следва да се оценява различно в зависимост от това, от чии позиции се оценява (собственици, инвеститори, кредитори).

Второ. Стойността на фирмата не следва да се смесва с оценката (отчетна или пазарна) на активите на фирмата. Различието в подходите зависи от позициите на оценителите – топ-мениджъри или собственици.

Трето. Следва да се отчита изключителната условност на понятието „пазарна цена“ в контекста на стойностната оценка на фирмата. Пазарната капитализация като обективна оценка за стойността на фирмата е обективна само в условията на предпоставката за непрекъснато успешно действаща фирма.

Четвърто. Стойностната оценка на фирмата или на нейните активи формално са обвързани с нейния счетоводен баланс. Затова разбирането на логиката и икономическото съдържание на баланса е един от необходимите елементи на професионалното знание, което следва да притежава всеки бизнесмен, икономист, финансист.

Литература

1. Бакаев А.С., Бухгалтерские термины и определения, М., 2002.
2. Большаков С.В., Финансы предприятий: теория и практика, М., 2006.
3. Гъргаров З. Световната икономика и международните икономически отношения, Бл., 2009.
4. Ковалев В. В. Методм оценки инвестиционнмх проектов. М., 2003.
5. Космачев А.Н., К вопросу о сущности и классификации экономических и банковских

6. Котелкин С.В., Международный финансовый менеджмент, М., 2010.
7. Кутуков В. Б. Основы финансовой и страховой математики: Методы расчета кредитных, инвестиционных, пенсионных и страховых схем. М., 1998.
8. Лапуста М. Г., Шаршукова Л. Г. Риски в предпринимательской деятельности. М., 1998.
9. Станиславчик Е. Н. Риск-менеджмент на предприятии. Теория и практика. М., 2002.
10. Чомски Н. Хегемония или оцеляване. Американският стремеж към глобално господство, С. 2003.
11. Шапкин А. С., Шапкин В. А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. М., 2008.