

# ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ НА КОНЦЕПЦИЯТА ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА БАЗА СТОЙНОСТТА ПО ПРИМЕРА НА ПУБЛИЧНИТЕ ДРУЖЕСТВА В БЪЛГАРИЯ<sup>1</sup>

[доц. д-р Марияна Божинова](#)  
[доц. д-р Светослав Илийчовски](#)  
[гл. ас. д-р Теодора Филипова](#)

## Резюме

Оценката на предприемаческата мобилност е в пряка релация със стойността на компанията, като обобщаващ показател, в който са концентрирани интересите на всички заинтересовани от развитието ѝ лица. Детерминирането на стойността е сложен и последователен процес, който се променя във времето и се влия от множество фактори. Независимо от трудностите при определянето ѝ, управлението на процеса на създаване и съхраняване на стойността, е конкретен таргет, който все повече предприятия поставят в основата на своята стратегия и практика. Тя се свързва с концепцията “Value Based Management” – Управление на база стойността (VBM-концепция).

Настоящото изследване демонстрира необходимостта от изследване факторите за ефективно управление на собствеността, които рефлектират върху повишаване стойността на компаниите. Емпиричното изследване е осъществено сред извадка от публичните дружества в България, а именно – тези, които са включени в индекса „Дневник 20”.

**Ключови думи:** публични дружества, стойност на компания, управление на база стойността, концепции за управление, собственост на компанията, финансови инструменти, недвижима собственост, интелектуална собственост.

## PRACTICAL ASPECTS OF THE CONCEPT FOR VALUE-BASED MANAGEMENT OF BULGARIAN PUBLIC COMPANIES

Assoc. Prof. Mariyana Bozhinova, PhD  
Assoc. Prof. Svetoslav Iliychevski, PhD  
Head Assist. Prof. Teodora Filipova, PhD

## Abstract

The evaluation of entrepreneur’s activities is directly related to the value of the company as a composite index comprising the interests of all stakeholders interested in its development. Value determination is a complex and continuous process, which is influenced by many factors in the course of time. Regardless of the difficulties related to value determination, the management of the process of creation and preservation of value is a specific target, which more and more companies include in their strategies and practice. It is related to the value-based management concept.

The paper substantiates the need for a research on the factors for efficient asset management, which increase the value of the companies. The empirical research was conducted with data for the public companies in Bulgaria included in the Dnevnik 20 index.

---

<sup>1</sup> Настоящата статия е резултат от реализирането на научноизследователски проект № 14 към Института за научни изследвания на тема “Приложни аспекти на концепцията за управление на база стойността по примера на публичните дружества в България” – ръководител на екипа: *Доц.д-р Марияна Божинова*, ф-т ПТБ, к-ра ТБ. Членове: гл.ас.д-р Светослав Илийчовски, ТБ; гл.ас.д-р Теодора Филипова, ТБ и студентите Десислав Аврамов, Виолина Петкова и Борислава Билчева.

**Key words: Public companies, Company's value, VBM, Management concepts, Company's property, Financial instruments, Real property, Intellectual property.**

## УВОД<sup>2</sup>

Основната идея на концепцията “Value Based Management” – Управление на база стойността (VBM-концепция) е, че дружеството е механизъм за създаване на стойност и благосъстояние на собствениците. Приложението ѝ предполага ефективно да се планират, анализират, контролират и насочват действията на компанията към максимизиране на стойността. Стойността, като водещ показател за ефективност, и стойността, в качеството на целева функция на управление, формира фундамента на VBM-концепцията.

**Целта** на настоящата статия е на базата на мониторинг на основните фактори, влияещи върху дейността на публичните дружества в България, да се адаптира модел за оценка на тяхната стойност и да се изведе знание с теоретико-приложен характер, което да предоставя възможност за нейното повишаване.

### **Задачите:**

1. Да се анализират теоретичните постановки и да се разкрият практическите възможности на концепцията за управление на стойността.
2. Да се идентифицират основните фактори, осигуряващи повишаване стойността на публичните дружества.
3. Да се адаптира модел за оценка стойността на публичните дружества.
4. Да се апробират възможностите за управление стойността на публичните дружества чрез прилагане на концепцията „Value based management”.

**Обект** на настоящото изследване е състоянието и тенденциите в дейността на публичните дружества в България. За целите на настоящото изследване *обектът* е конкретизиран до публичните дружества, интегрирани в състава на индекс “Дневник 20”. **Предмет** на изследването е ефектът за тези компании от прилагането на концепцията за управление на база стойността.

Основната изследователска **теза** на проекта е, че ефективното управление на основните компоненти от собствеността на публичните дружества води до повишаване на тяхната стойност. В ролята на инструмент за аргументиране на настоящото твърдение се използва концепцията „Value based management” (Мениджмънт на базата на стойността).

## **1. Теоретични измерения и детерминанти на концепцията „Value Based Management” – Мениджмънт на база стойността, през призмата на публичните дружества**

Концепцията VBM се появява в средата на 80-те години на XX век в САЩ. През 90-те години тя навлиза в Европа и Азия<sup>3</sup>. Повишеният интерес към нея се дължи на следните причини<sup>4</sup>: значимата роля на интелектуалната собственост, като фактор за успеха в конкурентната борба; необходимостта от удовлетвореност на интересите на всички “заинтересовани лица” от дейността на дружеството; постигането на консенсус и баланс между разнородните интереси на собственика (ците) и мениджмънта на дружеството; необходимостта от модел за анализ и оценка на резултатите на

<sup>2</sup> Участието на авторите в проекта е както следва: доц. д-р М. Божинова – 2.3; доц. д-р С. Илийчовски – Увод, т. 1, т. 2.1, т. 3.2.; гл. ас. д-р Т. Филипова – т. 2.2, т. 3.1.

<sup>3</sup> Коупленд, Т. Стойност компания: оценка и управление. Пер. с англ. Москва, Олимп-Бизнес, 1999, с. 1.

<sup>4</sup> Ивашковская И. Управляемая стоимость. “Секрет фирмы”, М., Коммерсантъ, 2003, бр. 4. с.23-29.

дружеството, с отчитане на всички изменения в бизнес средата; изменението в управленската парадигма, която не разглежда получената печалба в качеството на таргет на дружеството; новата икономическа теория, основана на принципите на институционализма, утвърждава, че действията на икономическите агенти са рационално ограничени, информацията е асиметрична и транзакционните разходи са по-високи. В тези условия печалбата не е цел, а основна счетоводна категория; основният измерител, който отчита ефективността на дейността на компанията, е стойността ѝ.

Концепцията VBM в настоящия момент е символ на приемане на последните достижения в областта на управленските технологии и в същото време е съвременен инструментариум на финансовия мениджмънт, чрез който ефективно се планират, контролират и направляват действията на дружеството за постигането на икономическо оправдани цели. Концепцията е необходима при прехода към построяване на система на корпоративно управление. В нея най-пълно се въплъщават принципите на съвременния финансов анализ, произтичащи от теорията на корпоративните финанси. *В този смисъл управлението на стойността е интегриращ процес, насочен към подобряване на стратегическите и оперативните решения на различните управленски нива и концентрация на всички усилия към ключовите фактори на стойността.* Основна задача е оценката на ефективното използване на ресурсите, а трите ключови елементи на концепцията са: основният таргет на акционерите е осигуряването на дългосрочното им благосъстояние; възвращаемостта на инвестираните средства от акционерите трябва да превишава алтернативната им стойност; използваните показатели за измерване на резултатите на дружеството трябва да мотивират мениджмънта за максимизация на благосъстоянието на инвеститорите (акционерите).

От изложеното по-горе в текста може да се изведе и същността на концепцията VBM: мениджмънтът на дружеството трябва да насочи своите усилия към обезпечаване на ръста на пазарната стойност на дружеството, като по този начин осигури за акционерите (инвеститорите) си значително по-висок доход. В съответствие с такъв подход всички решения на мениджмънта на дружеството трябва да се оценяват от гл. т. на влиянието им през призмата на пазарната стойност.

Всички решения на мениджмънта трябва да бъдат провидени през призмата на стойността. В този контекст, VBM е система за управление на дружеството, която включва четири основни модула<sup>5</sup>: *оценяване; разработване на стратегии; финанси и корпоративно управление.*

Максимизирането на богатството на акционерите изисква специфичен финансов критерий за ефективност, чрез който се измерва степента на реализация. Като обобщаващ показател се използва стойността на дружеството. В теорията и практиката се използват различни понятия за разкриване съдържанието на категорията “стойност”. Обикновено тя се проявява при размяната на стоки и услуги. Досегашното развитие на икономическата теория формира два подхода при изясняване на стойността: трудова теория за стойността и теория за пределната полезност. Анализът на тези два подхода показва, че стойността не трябва да се извежда едностранчиво. Различията в тях следва да се свързват с диаметрално противоположните позиции и на тази основа – да се очертае виждането за стойността, респ. за стойността на дружеството.

От тази позиция *стойността е критерий, отразяващ интегралния ефект от влиянието на приетите управленски решения върху параметрите, измерващи дейността дружеството, позволяващ ранжирането на алтернативи в ситуации на множественост и формиране на ясни и еднозначни изводи за дейността на дружеството.* В най-общ план това е величината, която ѝ признава един свободен пазар в условията на равновесие между търсене и предлагане, когато продавачът и купувачът разполагат с необходимата за това дружество информация. При бизнес оценяването често срещани понятия за изразяване на съдържанието на стойността са:

<sup>5</sup> Волков, Д. Л. *Управление ценностю: показатели и модели.* Санкт Петербург, *Российский журнал менеджмента*, 2002, том 3, № 4, с. 67-76.

справедлива пазарна стойност, справедлива стойност, вътрешна стойност, ликвидационна стойност, счетоводна стойност, стойност на действащо предприятие<sup>6</sup>.

- В този аспект, е необходимо мениджърите да се стимулират и преориентират към **“стойностно мислене”**. Внедряването на VBM е продължителен процес (2-3 години) и може да премине през следните етапи:

**Първи етап.** *Определяне стойността на дружеството* – един от ключовите етапи от концепцията за управление на база стойността.

**Втори етап.** *Определяне факторите на стойността*. На първо място трябва да се изведе всяка променлива, която влияе върху стойността.

**Трети етап.** *Стратегическо и оперативно планиране на дейностите за създаване на стойност*. Както е посочено по-горе в текста, всички решения на мениджмънта следва да са в синхрон или да бъдат пречупени през призмата на основния таргет, а именно повишаване стойността на дружеството.

**Четвърти етап.** *Анализ на дейности “създаващи”/“разрушаващи” стойността на компанията*. В повечето от случаите дружествата осъществяват различни дейности. С цел да се подобри управлението и за извеждане на адекватна оценка на стойността им, е необходимо всяка дейност да се разглежда като бизнес-единица, т. е. извършва се сегментация на дружеството.

- **Пети етап.** *Мониторинг и периодична оценка на стойността на компанията*. Информацията за резултатите на компанията е необходимо през определен период да достига до всички заинтересовани страни.

## **2. Управление на собствеността на публичните дружества от Дневник 20 – основа на концепцията “VBM”**

### **2.1. Управление на собствеността във финансови активи**

Основен двигател на корпоративното управление е корпоративната собственост<sup>7</sup>. Тя представлява *съвкупността от недвижима собственост, имуществени права, нематериални блага, права на ползване, на владение, на разпореждане, които принадлежат на конкретното дружество*. Особеността на корпоративната собственост се заключава в диференциацията на правото на ползване и разпореждане: първото е право на собствениците, а второто на мениджмънта на корпорацията. Съгласуваността на интересите на заинтересованите лица от една страна оказват непосредствено, пряко въздействие върху ефективното управление на корпоративната собственост. От друга страна, отсъствието на синхрон, на взаимодействие между собственици и мениджмънт, наличие на корпоративни конфликтни съществено въздействат върху развитието на корпорацията. Недостатъчното ефективно управление на собствеността дори би понижала стойността ѝ по този начин да се създадат предпоставки за евентуално недружелюбно поглъщане.

Формирането на реална схема на управление на корпоративна собственост следва да се осъществява, като се изхожда от принципите на ефективния мениджмънт. *Процес на управление на корпоративна собственост* преминава през следните етапи:

**Първи етап.** *Инвентаризация и одит на корпоративната собственост*. През този етап, следва да се извърши инвентаризация на всички видове собственост на корпорацията.

**Втори етап.** *Оценка на собствеността*. На този етап се определя пазарната стойност на всяка една собственост на притежание на корпорацията.

**Трети етап.** *Планиране и провеждане на мероприятия за повишаване на ефективността*. Мениджмънтът на корпорацията следва да разработи показатели, с които да се измерва ефективното използване на корпоративната собственост.

**Четвърти етап.** *Мониторинг и регулиране на процеса на управление на собствеността*. За оценка ефективното управление на корпоративната собственост могат да се приложат две концепции: концепция управление на финансови потоци,

<sup>6</sup> <http://www.bvappraisers.org/glossary>

<sup>7</sup> Боева, Б. Корпоративно управление. София, Princesp, 2001, с. 14.

основана на ръста на печалбата на корпорацията от управление на собствеността; концепция на портфейлната собственост, основана на ръста на стойността на корпоративната собственост входяща в дадения портфейл.

В началото на разработката ние приехме, че индикатор, който отразява различни аспекти на дейността, а също и който в най-пълна степен оценява дейността на корпорацията, е пазарната стойност. По тази причина прилагаме втората концепция. Следователно текущата ефективност на корпоративната собственост може да се изрази по следния начин:

$$E_{ip} = \frac{C_{ip}}{C_{pp}}, \text{ където}$$

*E<sub>ip</sub>* е текущата пазарна ефективност на корпоративната собственост.

*C<sub>ip</sub>* – стойност на корпоративната собственост към настоящия момент;

*C<sub>pp</sub>* – стойност на корпоративната собственост през преходен период.

Всяка дейност, за да постигне очаквания ефект, трябва да протича в адекватна среда. Именно в тази област изследователите идентифицират факторите, които влияят върху стойността и способстват повишаването на ефективността от управлението ѝ. Ето защо средата, в която протича бизнеса, става обект на реинженеринг и сфера на повишено внимание за мениджъри от различни нива. Част от усилията в тази посока са съсредоточени в управлението на корпоративната собственост, а именно: *управлението на финансовите активи, управлението на недвижимата собственост и управлението на интелектуалната собственост.*

*Управлението на собствеността във финансови активи* се състои в реализацията на цикъл на управление за достигане на максимална ефективност от притежаваните финансови активи. В рамките на общият цикъл на управление на корпоративната собственост, при отчитане спецификата на различните финансови инструменти, който позволява да се повиши ефективното им използване се адаптира и цикъл за управление на финансовите активи. Целта е да се съхранят първоначалните средства, да се достигне максимално ниво на доходност. Управлението на собствеността във финансови активи преминава през следните етапи:

**Първи етап.** Инвентаризация и одит на финансови активи – установява се какви финансови активи притежава корпорацията (акции, облигации, държавни ценни книжа и др.), техния размер, срок на притежаване. Извършва се проверка за тежест върху тях, да не съществуват ограничения около тяхното ползване и т.н.

**Втори етап.** *Оценка на финансовите активи.* Съществуват различни подходи за прогнозиране и определяне на пазарната стойност на финансовите активи (фундаментален анализ, технически анализ, инвестиционен анализ<sup>8</sup>).

След като се определи стойността на различните финансови активи собственост на корпорацията, мениджмънта може да пристъпи към вземане на решение за: реструктуриране на собствеността (портфейла) от ценни книжа; продажбата на онези ценни книжа, които не са осигурили очакваната доходност; осъществяване на залог на ценни книжа за получаване на кредит; предаване на притежаваните финансови активи за доверително управление.

**Трети етап.** *Планиране и организиране на мероприятия за повишаване на ефективността на управлението на финансови активи.* При изборът на портфейл от различни активи, мениджмънта на корпорацията се концентрира върху компромиса „риск-доходност“ между очакваната възвръщаемост и рискът, които са склонни да поемат. Също така трябва да се съобразяват и с ограниченията при избора на финансови активи. Като такива могат да бъдат<sup>9</sup>: ликвидност на финансовите активи

<sup>8</sup> Подходите за прогнозиране на курсовете на ценните книжа не са обект на проучване в тази разработка.

<sup>9</sup> Боди З., Кейнс Б., Маркъс, А. Инвестиции. С., Натурела, 2000, с. 723-724.

(портфейла); инвестиционния хоризонт; регулациите; данъчни съображения; специфични потребности и др.

**Четвърти етап.** *Мониторинг и контрол върху процеса на управление на финансови активи.* За осъществяването му е необходими мениджърите да получават перманентно информация за получените резултати. Така тя може да бъде използвана за изменение на ограниченията, на обема на инвестираните средства, на структурата на финансовите активи. Като последен етап от процеса на управление на финансовите инструменти, той е обратната връзка или контролният механизъм, който може да го превърне в ефективен.

За оценка на ефективното използване на финансовите активи могат да се използват следните показатели: динамика на курсовата стойност, доходност до падежа и др. Първият показател показва как се менят предпочитанията на участниците на пазара на ценни книжа по отношение на конкретен вид книжа. В случай, че пазарната стойност на съответен финансов актив се колебае около някакъв индекс, то ценната книга има средна надеждност. При положение, че пазарната стойност расте, то изводът е за инвестиционна привлекателност на съответния финансов актив, и обратно понижаването на стойността е неблагоприятна тенденция за притежателя на съответния финансов актив. В общият случай пазарната стойност на портфейла от ценни книжа към определен момент се изчислява като сума от пазарните стойности на различните финансови активи включени в него. При положение, че са известни началната и крайната стойности на портфейла от ценни книжа, доходността му се изчислява чрез следната формула:

$$r_p = \frac{V_p - V_0}{V_0}, \text{ където}$$

$r_p$  е доходността на портфейла от ценни книжа;

$V_p$  - стойност на портфейла от ценни книжа към настоящия момент;

$V_0$  - стойността на портфейла от ценни книжа за преходен период.

Друга възможност за оценка ефективността от управлението на собственост върху финансови активи е съобразно нивата на доходност и риск. Нивото на доходност на портфейла представлява сума от доходността на отделните финансови активи умножени по относителните им тегла в портфейла. Изчислява се чрез следната формула:

$$r_p = \sum r_i * w, \text{ където}$$

$r_i$  е ниво на доходност на  $i$ -тия вид актив;

$w$  – относителен дял на  $i$ -тия актив в портфейла

Нивото на риска на портфейла може да се изчисли чрез следната формула:

$$R_p = \sum SR_i * w + NR, \text{ където}$$

$R_p$  е ниво на риска на портфейла от ценни книжа;

$SR_i$  - ниво на систематичния риск на  $i$ -тия вид ценни книжа;

$NR$  – ниво на несистематичния риск на портфейла.

Резултатът е положителен, когато мениджмънтът на корпорацията е успял да снижи нивото на риска на портфейла по отношение на средния пазарен риск, при зададена доходност на портфейла.

Следваща възможност за оценка на портфейлното изпълнение е вътрешната норма на доходност. Този показател е приложим, когато вложените и изтеглените средства са по средата на анализирания период. Изчислява се по следния начин:

$$0 = -I + \sum \frac{P}{(1 + IRR)^n}, \text{ където}$$

$I$  са инвестираните средства;

*P* – постъпленията;  
*IRR* – вътрешна норма на доходност;  
*n* – брой периоди.

Алтернатива на вътрешната норма на доходност е възвръщаемостта по време. При нея се взема под внимание само възвръщаемостите по отделни периоди, независимо от сумите инвестирани в ценни книжа през този период.

## **2.2. Управление на интелектуалната собственост**

Управлението на интелектуална собственост може да се дефинира като процес, притежаващ сложна организационна, правна и икономическа природа, с крайна цел извличане на максимална финансова изгода от притежанието и използването на обектите на интелектуална собственост. Основните етапи могат да се сведат до:

### **Етап първи. Идентифициране обектите на интелектуална собственост**

Този етап се свързва с осъзнаване на възможностите, които отделните обекти на интелектуална собственост предоставят на предприятието. Така например, следва да се открият: търговските марки, марките за услуги, колективните и сертификатните марки и др.; географските означения, т.е. наименования за произход и географско указание; концепцията за ноу-хау; изобретението за патент; авторските права; дизайнът.

### **Етап втори. Правна защита обектите на интелектуална собственост**

В рамките на действащата на територията на Република България правна система, **закрилата на правата върху обекти на интелектуална собственост** е регламентирана чрез множество нормативни актове, в това число: международни договори и конвенции, ратифицирани, обнародвани и влезли в сила за Република България като част от нейното вътрешно законодателство; законови норми на националното право на страната, които уреждат изчерпателно възникването и съдържанието на правата на интелектуална собственост, редът и средствата за упражняването им, мерките и процедурите за тяхната защита срещу нарушения. Тези норми се съдържат в Конституцията и в множеството специални закони и подзаконови актове по прилагането им; правни норми, предвидени в регламентите и директивите на институциите на Европейския съюз, които се прилагат пряко или се въвеждат чрез вътрешни нормативни актове в националното законодателство на Република България.

### **Етап трети. Бизнес оценяване обектите на интелектуална собственост**

За установяване стойността на обекти на интелектуална собственост може да се използват разходен, сравнителен и приходен подход. В рамките на тези подходи са формирани и някои частни методи за оценка, които се отличават един от друг незначително. Оценката на обекти на интелектуална собственост, както и оценката на имущество и други обекти, се основава преди всичко на деловите традиции, финансовата математика и някои експериментални методи.

### **Етап четвърти. Търговски транзакции с обекти на интелектуална собственост**

*А. Лицензирането, като търговска транзакция с обекти на интелектуална собственост* - икономическата теория и практика разглеждат лицензирането като една от важните форми за придобиване на готови научно-технически резултати и технологии<sup>10</sup>. Особено значение то придобива за нашите предприемачи на фона на пониското технологично равнище и по-слабата иновационна дейност в България.

Анализирайки обстоятелствата и мотивите, които подтикваат предприятията да пристъпват към предоставянето на лицензии, различните автори стигат до противоположни изводи. Едни от тях твърдят, че „като цяло, главният мотив за отдаването на лицензии следва краткосрочното и средносрочното генериране на

<sup>10</sup> Борисов, Б., Лицензионна търговия с обекти на интелектуална собственост, С., УИ „Стопанство”, 2003; Каракашева, Л. и др., Международен бизнес, С., Призма, 2003; Данов, Д., Международна търговия с интелектуални продукти, С., УИ „Стопанство”, 1999.

приходи в противовес на дългосрочните цели, свързани с развитието на пазарите<sup>11</sup>. Други привеждат солидно аргументирани доводи с цел да докажат, че лицензирането е много повече от краткосрочна тактика за постигане на определени незабавни постъпления, а трябва да се разглежда като дългосрочно отношение, жизнеспособна стратегическа алтернатива на останалите базови форми за развитие на пазарите в един свят на интернационални и икономически ограничения<sup>12</sup>.

Тъй като лицензионният договор е със сравнително голяма продължителност (5-10 години), видно е, че става въпрос за форма на трайно и стабилно настаняване на определен пазар. Предоставянето на лицензия почти винаги води след себе си дългосрочно разширяване на дейността – усвояването на лицензията изисква допълнително оборудване, нови части, детайли, агрегати, често се налага и доставка на специфични суровини и материали, а нерядко фирмите предоставят лицензии и за да си осигурят за дълъг период от време евтина насрещна продукция или полуфабрикати от предприятията на лицензополучателя и по този начин да гарантират своята бъдеща конкурентоспособност. В този контекст се вписва и възможността, която се открива пред лицензодателя да установи контрол и да оказва продължително влияние върху стопанските операции на своя контрагент, особено когато последният изплаща лицензионното възнаграждение чрез отстъпване на акции и между двете фирми се установяват не само търговски, но и технологични връзки на базата на специализацията и промишленото коопериране.

Практическите дейности, имащи отношение към лицензирането, се простират от *предварителната подготовка и планирането на процеса до подписването на договора и последваща работа с лицензополучателите*. Препоръчително е фирмата, разполагаща с подходящата за комерсиализиране технология, да вземе в свои ръце инициативата в процеса на лицензиране, въпреки че в повечето случаи именно лицензополучателят е този, който проявява по-голяма активност. Процесът на лицензиране обхваща различни дейности и би следвало да премине през следните *последователни етапи*:

*Първо*. Идентифициране и детерминиране на обектите на интелектуална собственост.

*Второ*. Извеждане концептуалната рамка на лицензирането.

*Трето*. Изработване на меморандум (оперативен наръчник) по въпросите на лицензирането.

*Четвърто*. Политика за избор и локализиране на лицензополучатели.

*Пето*. Осъществяване на преговори.

*Шесто*. Изработване на договора за лицензиране.

*Седмо*. Процес на опериране и контролиране дейността на лицензополучателя.

*Б. Франчайзирането, като търговска транзакция с обекти на интелектуална собственост* - франчайзингът може да се разглежда като стратегически съюз, форма на проникване на даден пазар, която обикновено се прилага от компании с известна, наложила се и престижна търговска марка. При договора за франчайзинг компанията-носител на обекти на интелектуална собственост (*франчайзодател*) предоставя при определени условия своята марка, фирмено наименование, ноу-хау и т.н. си на по-малко и наутвърдено на пазара предприятие (*франчайзополучател*). Обект на договора и основен актив за франчайзополучателя е престижната марка, а заплащането обикновено се договаря като първоначално твърдо възнаграждение и процент от печалбата, реализирана от дейността на франчайзополучателя.

Франчайзингът включва и *прехвърляне на права на интелектуална собственост*. Като система за предаване или продажба на технология или стоков знак същността на франчайзинга се заключава в съчетаването на ноу-хау от

<sup>11</sup> Contractor, F. J., Licensing in International Strategy, Quorum Books, Westpoint, Conn., p.127.

<sup>12</sup> Buckley, P. J., H. Davis, Foreign Licensing in Overseas Operations: Theory and Evidence from the UK, in Technology Transfer and Economic Development, JAI Press, Greenwich, Conn..



франчайзодателя и капитала на франчайзополучателя. Франчайзополучателят е самостоятелен търговец, който свободно определя своята инвестиционна, финансова, ценова и кадрова политика, разполага с имуществото си, сключва договори с трети лица от свое име и за своя сметка и носи търговски риск от осъществяваната от него стопанска дейност – предмет на франчайзинга, от която зависи и размера на неговата печалба.

*В. Секюритизирането, като търговска транзакция с обекти на интелектуална собственост - секюритизацията е процес, при който институция (инициатор на секюритизационната сделка) обособява портфейл от неликвидни финансови или материални активи, които служат като обезпечение на издадените срещу тях ликвидни ценни книжи (акции или облигации), които на свой ред се предлагат за закупуване от инвестиционната общност.*

Понастоящем пазарът на секюритизирани с интелектуална собственост ценни книжи в световен мащаб е малък, а в България неразвит. Колкото по-голям и сигурен обем парични потоци генерира даден обект обаче, толкова повече са възможностите за успешното му секюритизиране. Достатъчно е да са налице бъдещи периодични плащания от сделки с интелектуална собственост. Най-цитирани са финансовите инструменти, като лицензиране и директна продажба. Друг метод за извличане на икономическа изгода от обектите на интелектуална собственост е използването ѝ като гарантиращо средство (обезпечение). Подобно на материалните активи, като недвижими имоти, оборудване, запаси и други, обектите на интелектуална собственост също могат да играят подобна роля, което допринася за повишаване на кредитната активност.

От няколко години, сделките, свързани със секюритизация на нематериални активи, дават възможност на собствениците на права върху интелектуални обекти да получават кредит по-лесно и сигурно. Примери в тази насока са:

- през 1997 г. Дейвид Бауи емитира 10-годишни облигации, обезпечени с бъдещите приходи от продажбата на свой албум и реализира приходи от 55 млн.щ.д.;
- Николас Ашфорд и Валери Симпсън, автори на песни и продуценти, използват авторските права върху 247 от техните произведения като активи за обезпечение на облигации, като реализират 25 млн.щ.д.

*Под секюритизация на интелектуална собственост разбираме техника, благодарение на която дадена компания трансферира права върху вземания (например роялти) от обектите на интелектуална собственост на стопански субект, който в замяна на това предлага ценни книжи на капиталовия пазар на инвеститори и извършва плащане на собственика на интелектуалната собственост.*

Принципното сходство между интелектуалната собственост и другите активи, които са в основата на секюритизационни сделки, е генерирането на паричен поток на периодична база. В същото време секюритизацията на всеки отделен вид актив носи и своя специфика. Така например, повечето сделки се основават на наличието на кредит, по който в точно фиксиран период се заплащат точно фиксирани средства. При повечето сделки с интелектуална собственост обаче, размерът на плащаните роялти варира и това е повлияно от флукуациите в продажбите.

*Икономическите ползи, които осигурява секюритизацията на интелектуална собственост за нейните собственици, могат да се обобщят по следния начин: капиталът се получава веднага, в сравнение с очакването на роялти – получаване на средства в началото на секюритизационната сделка със сигурност е от огромна важност за компанията, в сравнение с очакване на постъпления в бъдеще; компанията може да реализира значително по-голям обем доходи в сравнение с очакването на бъдещи парични потоци от друг вид сделки с нея. В САЩ, където подобни операции са най-широко разпространени, възвращаемостта от решение за секюритизиране на интелектуална собственост се оценява на 22-30 %<sup>13</sup>; секюритизацията не е последното*

<sup>13</sup> REVIEW: Hidden Value: Profiting from the Intellectual Property Economy. *New York Law Journal*, September, 2000.

възможно средство за използване на интелектуалната собственост от нейния собственик, а ценните книги, с които тя се секюритизира се превръщат в своеобразна застрахователна полица по отношение стойността на бъдещите роялти; ликвидността, постигната чрез секюритизация на интелектуална собственост, може да е значително по-висока от предприемането на друг тип мероприятия, тъй като е възможно да се окаже, че решение за увеличаване на имуществото е ограничено или разходът за това е необосновано висок; собствеността върху обектите на интелектуална собственост се запазва от лицата, които я създават и регистрират (за разлика от сделките за покупко-продажба). Секюритизацията може да бъде така структурирана, че да се предостави възможност на компанията да запази контрола върху роялтите, докато купувачите са длъжници<sup>14</sup>; кредитният рейтинг, изведен на база притежавана интелектуална собственост, може да е значително висок, поради качеството на актива.

### **2.3. Управление на недвижимата собственост на публичните дружества**

Основната цел на управлението на недвижимата собственост е да превърне влагането на всеки лев в инвестиция, или казано с други думи, постигането на най-висока доходност от даден имот, за възможно най-кратко време и с възможно най-малко вложени средства. Идеята на настоящия параграф е да се предоставят научно обосновани методи и подходи за управление на недвижимата собственост на изследваните публични дружества. Съвременна и актуална алтернатива за целта е инвестирането на недвижимата собственост в *Акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), специализирани в секюритизация на недвижими имоти*.

Доходността на инвестициите на АДСИЦ, инвестиращи в имоти, се формира предимно от нарастването на стойността на техните активи (недвижими имоти), както и от получените наеми и ренти. Пазарните условия в България преди финансовата и икономическа криза благоприятстваха инвестициите в недвижими имоти. След излизането на страната от кризата се очаква нарастването на инвестициите в жилищно строителство да продължи с плавен ръст, но основният инвеститорски интерес да се пренасочи към офис и бизнес сгради, ваканционни имоти, земеделски земи и земи в урбанизирани територии.

За разлика от инвестиционните фондове, които са отворени и ежедневно продават и изкупуват обратно дяловете (акциите) си, АДСИЦ са от затворен тип и за да си купиш акции от тях, трябва да го направиш от друго лице (на борсата, чрез инвестиционен посредник) или от дружеството, но само когато след решение на Общото събрание или Съвета на директорите се увеличава капитала чрез емитиране на нови акции.

Инвестициите на дружествата в недвижими имоти са свързани с редица рискове: свързани с общата икономическа конюнктура и политическа обстановка (*системни рискове*) – политически риск, инфлационен риск, валутен риск, кредитен риск, неблагоприятни промени в данъчните и други закони и др.; *специфични за самите дружества* – рискове, свързани с кратката история на дружествата, напускане на ключови служители, неетично и незаконно поведение; *типични за инвестирането в недвижими имоти* – неликвидни инвестиции (при необходимост от бърза продажба на имот може това да стане по цена по-ниска от реалната), неблагоприятни изменения на пазарните цени (намаление на цените на имотите), намаление на нивото на рентите (наемите), конкуренция за придобиването на имот и липса на свободни имоти.

При избор на едно сред многобройните лицензирани дружества е добре да се гледа какви активи притежава съответното АДСИЦ и къде инвестира. Когато купуват имот, АДСИЦ са длъжни да го обявят публично чрез информация на Българска фондова борса. Средствата на вложителите в акции на АДСИЦ са подsigурени със стойността на самите активи. Имотите дават сигурност на вложението, а самата инвестиция в недвижим имот е надеждна. Активите, в които инвестира АДСИЦ, не са

<sup>14</sup> Sean, K. Securitization May Work Beyond Music Royalty Income Stream. Entertainment Law & Finance, August, 2003.

нещо абстрактно. Вложението в АДСИЦ дава възможност да се инвестира с много по-малки суми - може да се закупят само няколко акции, може да се вложат от 2 до 200 лв. Въпреки положителните страни на този тип инвестиция, все още на борсата има много малко индивидуални инвеститори. Това е един неизползван сегмент, чрез който много хора биха могли да инвестират в недвижими имоти с много по-малко средства в сравнение с тези, които са нужни за покупка на един апартамент и грижата за него.

### **3. Апробиране на модела за управление на база стойността на публичните дружества**

#### **3.1. Ситуационен анализ на публичните дружества от "Дневник 20"**

"Дневник 20" стартира първоначално като "Дневник 15". По-късно в състава му са включени още пет компании. "Дневник 20" е индекс, базиран на три основни критерия, които имат различна тежест при крайното включване и класиране на компаниите: а) пазарна капитализация (тежест 40 %); б) среднодневен оборот в лева за последните шест месеца (тежест 40 %); в) брой на сесиите за последните шест месеца, при които оборотът в лева на съответната емисия е по-голям от половината от среднодневния оборот в лева (тежест 20 %).

Първите 15 компании, класирани по горните критерии влизат в индекса при условие, че: 1. Не са били в производство по несъстоятелност или ликвидация и не им е назначаван синдик като предварителна обезпечителна мярка по искане за откриване на производство по несъстоятелност поне една година преди селекцията на акциите. 2. Имат поне шест месеца публична история, в която са търгувани на поне 10 борсови сесии. 3. Спазват принципите на добро корпоративно управление и Закона за публично предлагане на ценни книжа и актовете по прилагането му. 4. Ако някоя от компаниите не отговаря на горните условия тя се заменя със следващата по ред в списъка, която покрива критериите.

Основно изискване към компаниите, участници в индекса, е да са публични компании, чийто акции се търгуват на БФБ-София, но се изключват колективните инвестиционни схеми (договорни фондове, инвестиционни дружества и акционерни дружества със специална инвестиционна цел), тъй като техните резултати са базирани на развитието на пазара. На всеки шест месеца се извършва нова селекция на компаниите в индекса, на база на същите критерии и методика. С цел по-голяма прозрачност и информираност на обществеността, имената на компаниите, които ще влязат в индекса, и на тези, които ще излязат, се оповестяват един месец преди същинското ребалансиране на индекса.

"Дневник 20" е в основата на първия индексен фонд в България. "Алфа Индекс Топ 20" започва публична продажба на дяловете си на 15 август 2006 година. Първата селекция е направена на база на информацията от търговските сесии от 1 юли до 31 декември 2005 г. Първото ребалансиране е на 1 август 2006 година, на база периода 1 януари - 30 юни. Следващите ребалансирания се извършват на половин година.

Публичните дружества в "Дневник 20" към момента на изследването са: "Албена" АД; "Девин" АД; "Доверие обединен холдинг" АД; "Еврохолд България" АД; "Енемона" АД; "Индустриален холдинг България" АД; "Каолин" АД; "МОНБАТ" АД; "Неохим" АД; "Оловно-цинков комплекс" АД; "Оргахим" АД; "Петрол" АД; "Синергон холдинг" АД; "Софарма" АД; "ТБ Българо-Американска Кредитна Банка" АД; "ТБ Корпоративна търговска банка" АД; "ТБ Първа инвестиционна банка" АД; СХ "Трейс Груп" АД; "Химимпорт" АД; "Холдинг Пътища" АД.

Във връзка с настоящото изследване е проведено анкетно проучване сред публичните дружества от "Дневник 20". Основната цел на допитването е да се акумулира информация за теоретичното познаване и практическата реализация на концепцията за управление на база стойността от стопанските субекти. Резултатите демонстрират следната информационна картина – малка част от изследваните бизнес единици (около 1/3) заявяват, че VBM е известна за тях ("Албена" АД, "Девин" АД, "Неохим" АД, "Петрол" АД, "Софарма" АД, ТБ Българо-Американска кредитна банка" АД). Останалите респонденти признават непознаването или неприлагането на тази

концепция. Освен чрез така зададения директен въпрос, тенденцията се “изчиства” и чрез следващите отговори на публичните дружества. От посочените алтернативи на въпроса, свързан с основните критерии за оценка ефективността от тяхната дейност, значителна част от дружествата отговарят, че това са “печалбата” и “рентабилността”, а само 6 определят “стойността на компанията” и нейното повишаване за водещ показател. Подобен е и въпросът за основните фирмени цели. От възможностите “печалба”, “повишаване стойността на компанията”, “пазарен дял” и “социални цели”, най-голям е дялът на първия посочен отговор. *Това ни дава основание да направим извода, че публичните дружества от “Дневник 20” реално не осъзнават идеята, възможностите и предимствата от осъществяване на управление, което да има за свой фундамент стойността на компанията и за резултат – мероприятията за нейното повишаване.*

Интерес за изследователския екип представлява и становището на анализирания обекти за необходимата периодичност на оценяване на корпоративната собственост. Най-голям е дялът на компанията, отговорили “според нормативната уредба” – 50 %. Останалите мнения се разпределят както следва: “на 6 месеца” – 30 %; “на 3 месеца” – 15 % и “в края на всеки отчетен период” – 5 %. *Тези отговори ни насочват към следния извод: не се отчитат промените в пазарната конюнктура и произтичащите от нея оценки, а действията в тази насока приоритетно се базират на заложеното в нормативните актове.*

Като негативна може да се определи и тенденцията, очертана чрез отговорите на въпроса за мероприятията, които се планират за повишаване на корпоративната собственост. Дружествата предпочитат продажбата и отдаването ѝ под наем, а само 4 от тях считат за адекватна алтернатива предоставянето ѝ за управление. *Определяме тенденцията като негативна, тъй като освобождаването на дружествата от собственост върху обекти или отдаването под наем (без сигурност за начина на експлоатирането им) не е най-целесъобразното решение. По-скоро управлението на временно свободни и неангажирани активи считаме за по-удачно. Известно е, че услугите по бизнес консултиране и мениджмънт навлизат все по-широко в практиката (във все по-широк кръг сфери на дейност), тъй като посредниците, заети в този сектор, доказват способността си за вземане на рационални инвестиционни решения.*

Учудващо, над 50 % от изследваните компании нямат практика за стимулиране на персонала, с оглед неговото мотивиране за постигане целите на дейността. Само малка част (под 1/3) предлагат бонуси и допълнителни възнаграждения. Факторите на макросредата, които се възприемат за релевантни от стопанските субекти, са икономическите и политическите. За 9 от тях с особена важност са и новостите в технологиите, което е логично, имайки предвид предмета им на дейност (Енемона АД, Монбат АД, Оргахим АД, Софарма АД и др.).

Мениджмънтът на изследваните публични дружества взема своите решения приоритетно на базата на финансова информация, каквито са: данните за печалбата, коефициентите за ликвидност, показателите за рентабилност и други. С незначителна ценност и значение се очертава информацията за пазарния дял, пласментния обем, опазването на околната среда и други.

В контекста на настоящия проект, екипът акумулира база от данни и за начина на използване на отделните компоненти от собствеността на анализирания компании. Всички те отчитат значението на интелектуалната собственост, намираща израз в търговски марки, ноу-хау и други, като нематериален актив, но само 1 от респондентите заявява нейното използване за търговски цели и реализиране на възвращаемост. Над 90 % от изследваните предприятия посочват като основни компоненти на корпоративната собственост движимата и недвижимата, от които реализират приходи.

### **3.2. Емпирично изследване на факторите, рефлектиращи върху стойността на публичните дружества от “Дневник 20”**

За установяване на това, дали разглежданите компании увеличават своята стойност, т.е. дали са добавяли стойност, използваме показателя CVA. За изчисляването му е необходимо да се изведе среднопретеглената цена на капитала. Широко разпространена грешка сред мениджърите на българските компании е презумпцията, че собственият капитал е безплатен източник или, че няма цена. Всъщност цената на акционерния капитал се определя от очакваната от инвеститорите възвращаемост, като компенсация за използването му. Най-често прилагатият модел, които се използват за оценка на собствения капитал, е моделът CAPM с различни му модификации. Най-често използваната от тях, в страни с формиращ се пазар, е тази на А. Дамодоран<sup>15</sup>. Той предлага към премията за развит пазар да се добави премия за странови риск. Тогава нормата за възвращаемост на собствения капитал се изчислява по следния начин:

$$Re = Rf + \beta * (\text{премия за развит пазар} + \text{премия за странови риск}), \text{ където:}$$

$Re$  е изискуемата норма на възвръщаемост;

$Rf$  – безрискова ставка за доходност;

$\beta$  – коефициент бета;

В качеството на безрискова ставка за доходност се използва постигната доходност на държавните ценни книжа. Към края на август 2009 г. по данни на БНБ доходността им на вторичния пазар е 5,33 %. Обобщена информация за коефициент бета на нашия фондов пазар липсва по отрасли (по отделни инвестиционни фондове за 2008 г. коефициентът варира от 0,52 до 0,67, средно 0,6). Пазарната рискова премия, която моделът ползва към края на декември 2008, е 8,9 %<sup>16</sup>.

В началото на 2008 г. стойността на индекса „Дневник 20” (дружествата от състава на които е обект на изследване) е 270.24, а в края на годината – той спада на 54.75. През 2008 г. 17 от анализирани компании приключват отчетния период с положителен финансов резултат и само 3 са на загуба /Оргахим, Девин и ОЦК – Кърджали/. След направените изчисления на CVA, резултатите са показани в Приложение 1.

От фигура 1 в Приложение 1 установяваме, че 9 от анализирани компании имат положителна CVA /дори някои от тях значителна/, което означава, че те са добавяли стойност през въпросната година. За останалите 11 е налице „- CVA”, което показва, че те не са добавяли стойност за разглеждания период. В случай, че групираме анализирани компании по съотношението между собствения капитал и привлечените средства е налице следната ситуация /вж. Таблица 1/, като от №№ 1-12 в ляво са представени резултатите, при които собственият капитал превишава привлечените средства, а от №№ 1-8 в дясно - при които привлечените средства превишават собствения капитал.

Таблица 1

1	Албена	- CVA	1	Енемона	CVA
2	Индустриален Холдинг	-CVA	2	БАКБ	CVA
3	Монбат	CVA	3	Софарма	CVA
4	Оргахим	-CVA	4	Девин	-CVA
5	Ситергон	-CVA	5	Еврохолд	-CVA
6	Трейс груп	-CVA	6	ОЦК	-CVA
7	Каолин	CVA	7	КТБ	CVA
8	Неохим	CVA	8	ПИБ	CVA
9	Петрол	CVA			
10	Химимпорт	-CVA			
11	Доверие	-CVA			
12	Холдинг Пътища	-CVA			

<sup>15</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>

<sup>16</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/)

От таблиците е видно, че 12 от анализираниите компании са със собствен капитал, който превишава привлечените средства. При 8 от тях се наблюдава отрицателна CVA, а 4 са с положителна CVA. При първите от тях стойността на собствения капитал е по-висока от рентабилността на собствения капитал. Това означава, че те неефективно го използват. При “Оргаким” АД, вследствие на отрицателния финансов резултат, дори рентабилността е отрицателна величина. В групата, при която привлечените средства превишават собствения капитал, 5 от компаниите постигат рентабилност на собствения капитал по-висока от стойността на собствения капитал и рентабилност на привлечените средства – също по-висока от стойността на привлечените средства. В резултат на това и CVA е положителна. При “ОЦК” и “Девин” рентабилността на привлечените средства е по-ниска от стойността им, което показва и неефективното му използване за анализирания период. При тях финансовият резултат е отрицателна величина, вследствие на това и рентабилността на собствения капитал и на привлечените средства също са отрицателни. При “Еврохолд” цената на собствения капитал е по-висока от рентабилността му и по тази причина CVA е отрицателна величина.

Освен показателя CVA, смятаме, че е необходимо да се анализира и нивото на задължнялост на компаниите на фона на икономическа криза. Реално тя измества фокуса от способността на дружествата да генерират печалба към възможността да обслужват задълженията си при спад в продажбите. Свиването на реалната икономика на практика ограничава възможностите на компаниите да натоварват мощностите си и да реализират значителни приходи. Това в крайна сметка означава с по-малко оборотни средства да посрещат задълженията си. През 2007 г. една част от компаниите успяват да привлекат значителни средства като капитал, а за останалите – като възможност остава дълговото финансиране.

В условията на финансова криза на преден план обаче е способността да се обслужват поетите задължения. Анализът на компаниите в Дневник 20 показва, че производствените компании са първите, които отчитат по-рязък скок на задължнялостта<sup>17</sup>. Другият бранш, който през последните години усвоява значителни кредити, е пътностроителния. При „Холдинг Пътища” дългосрочните задължения достигат 70 % от всички задължения. С оглед на значителните обеми на получени кредити, неизползвания капацитет и неплащането от страна на бюджетните организации създава ликвидни проблеми за някои от по-задълженелите предприятия. От сектора на услугите сред най-задълженелите в дългосрочен план са компаниите от туристическия бранш. Такъв е случаят с „Албена”, чиито дългосрочни задължения към банки достигат над 70 % от всички задължения. Проблемът с ликвидността се изостря и вследствие на това, че значителна част от привлечения ресурс е краткосрочен и рефинансирането му може да се окаже скъпо и невъзможно при консервативната кредитна политика на банките.

#### **Изводи:**

**Първо.** Основният замисъл на концепцията VBM е мениджмънтът на дружеството да насочи своите усилия към обезпечаване ръста на пазарната му стойност. Използването ѝ като критерий за ефективност позволява на икономическите агенти рационално поведение, избягване на загуби, оптимизиране на финансовата и инвестиционната дейност.

**Второ.** Условие за повишаване ефективността на управлението на корпоративната собственост е максимизацията на показателя „текуща пазарна ефективност на корпоративната собственост”.

**Трето.** Проведеното анкетно проучване сред компаниите, влизащи в състава на индекса “Дневник 20”, демонстрира по категоричен начин недостатъчното познаване на концепцията за управление на база стойността. Емпиричното изследване в

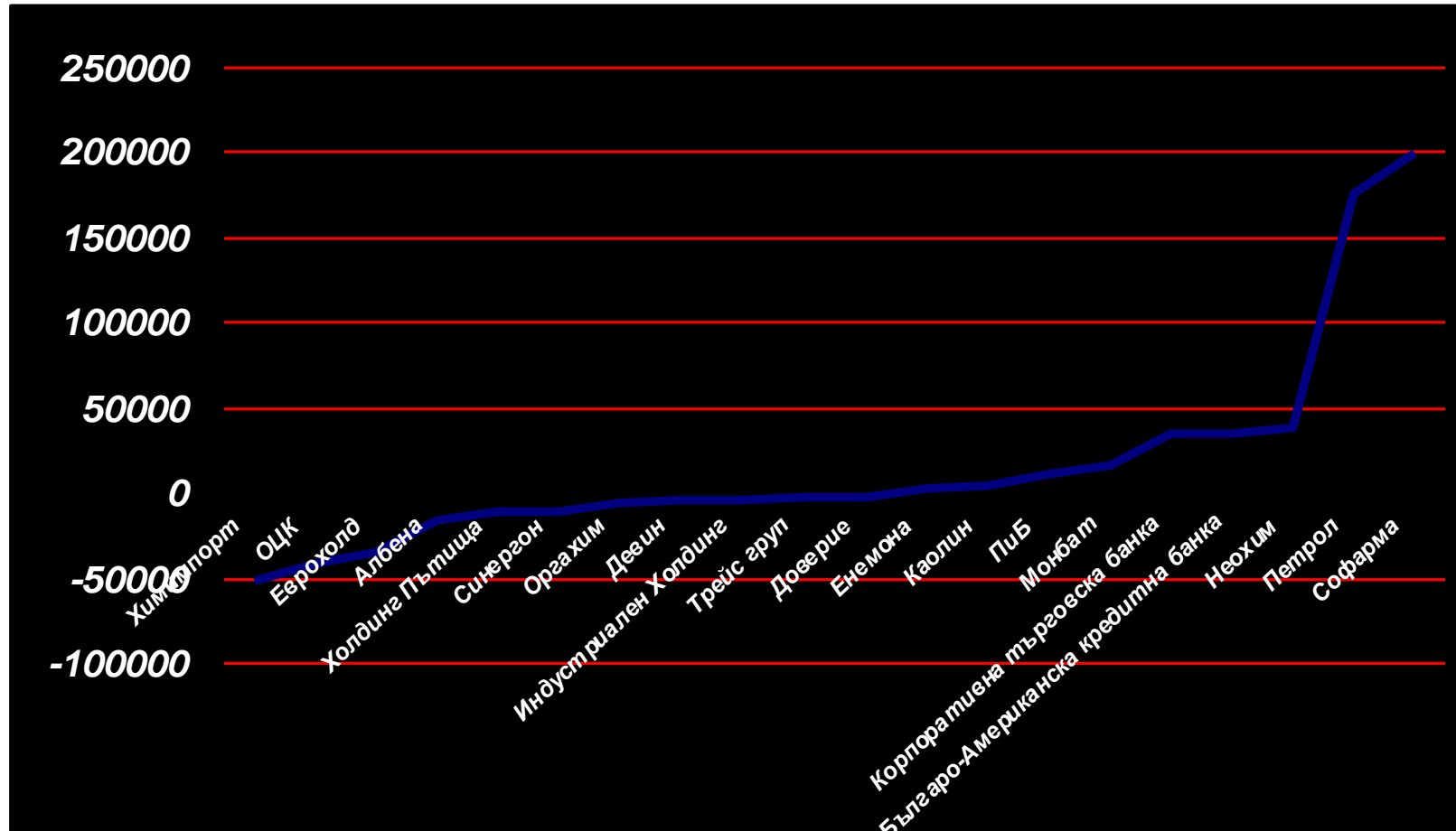
<sup>17</sup> Производствените компании работят с по-високи нива на дългосрочна задължнялост, поради по-високата необходимост от инвестиции в дълготрайни активи, в сравнение с другите отрасли.

Марияна Божинова, Светослав Илийчовски, Теодора Филипова

настоящия проект очертава следната картина: независимо, че само три от анализиранияте 20 публични дружества приключват 2008 г. с отрицателен финансов резултат, единадесет от тях не успяват да добавят стойност през този период.

**Четвърто.** В условията на финансова криза производствените компании са първите, които отчитат по-рязък скок на задлъжнялостта; другият бранш, който през последните години усвоява значителни кредити, е пътностроителният.

## Приложение 1



Фиг. 1. Показател CVA за всяка компания включена в Дневник 20.