

Новите рекорди на американския пазар на акции – висока действителна стойност или поредният балон?

Димитър Ненков*

Резюме: Предмет на изследване в тази научна статия е степента на съответствие на фактическите цени на обикновените акции на американския пазар на настоящия етап с тяхната действителна стойност. За целта се използват стандартизирани цени в лицето на някои основни пазарни коефициенти, като “цена-доход” (PE), “цена-счетоводна стойност” (PBV) и други, даващи възможност за съпоставка между различни компании, отрасли и пазари. Паралелно с фактическите пазарни коефициенти се извеждат и анализират теоретичните коефициенти, предопределяни от фундаменталните променливи. Прави се исторически преглед на фактическите пазарни коефициенти PE и PBV на американския капиталов пазар, както и на сегашните им равнища. Анализират се основните фактори, които предопределят стойността на обикновените акции от гледна точка на евентуалното наличие на индикатори за балон на пазара.

Ключови думи: пазари на акции, пазарни коефициенти PE и PBV, фундаментални променливи, балон на пазара на акции.

JEL: G11, G12, G15.

* Димитър Ненков е доктор, доцент в катедрата “Финанси” на УНСС, e-mail: dnenkov@unwe.eu

Увод

Ценовите равнища на пазарите на акции, представени чрез техните основни индекси, представляват много полезен индикатор за състоянието на всяка една икономика. Това се дължи на факта, че за водеща цел на функциониране на компанията се приема увеличаването на тяхната стойност, а пазарните цени на обикновените акции, от своя страна, са външен израз на тази стойност.

Известно е също, че цената на акциите често се отклонява пог и над действителната (вътрешно присъщата) стойност пог въздействието на търсенето и предлагането и други фактори. За действителна стойност на акциите в най-общ план обикновено се приема величината, която им признава един свободен пазар, в условията на равновесие между търсене и предлагане, когато купувачи и продавачи разполагат с необходимата информация, действат рационално и без принуда. Както се погръдзира от това широко възприето тълкуване, величината, т.е. пазарната цена на акциите, следва да изразява коректно действителната им стойност, само ако са налице изброените условия, като: свободен пазар, равновесие между търсене и предлагане и т.н. Дори частичната липса на някои от тези условия е предпоставка за отклонение на пазарната цена от действителната стойност. Така, когато се използват пазарите на акции като индикатор за състоя-

нието на икономиката, не е достатъчно да се видят ценовите равнища на тези пазари. Необходимо е също да се провери доколко те отразяват действителната стойност на акциите. Това дава възможност да се разграничат случаите на сериозно нарастване на действителната стойност от случаите на ярко изразени балони на пазарите на акции.

Нива на основните индекси на пазара на акции в САЩ

Нивата на основните индекси на воедения капиталов пазар – американския, през последните две години, не само че се възстановиха, но и счупиха рекордите от октомври 2007 г. Така например индексът Дау Джонс Индъстриъл Авъридж (DJIA) надхвърли пред-кризисния връх от 8 октомври 2007 г. от 14,093.08 пункта на 4 март 2013 г.,

като затвори на 14,127.82. Подобно движение демонстрира и индексът S&P500, затваряйки на 26 март 2013 г. на 1,563.77 и изпреварвайки предишния рекорд от 1,561.80.

Тази тенденция продължава и през 2014 г. На 26 август 2014 г. индексът S&P 500 за първи път надхвърли 2000 пункта, достигайки 2000.02. От таблица 1 се вижда, че на 3 септември 2014 г. този индекс затвори на ниво 2000.72. Това е с 21.18 % по-високо от върховете стойности през октомври 2007 г. Същевременно покачването спрямо дъното от март 2009 г. (683.38) е с цели 192.77 %. Индексът DJIA на 3 септември затвори на ниво от 17,078.28 пункта. Това е покачване с 21.18 % спрямо върховата стойност от преди кризата (14,093.94). Покачването спрямо дъното от март 2009 г. (6,626.94) е със 157.71 %.

Таблица 1. Стойности на индексите DJIA и S&P500

Индекс	Дата	Върхова стойност преди кризата	Минимум	Стойност на 3 септември 2014 г.
DJIA	8.10.2007 г.	14,093.08		
	2.03.2009 г.		6,626.94	
	3.09.2014 г.			17,078.28
% от върховата ст/ст		100.00 %	47.02 %	121.18 %
Изменение (%)			-52.98 %	+21.18 %
S&P 500	8.10.2007 г.	1,561.80		
	2.03.2009 г.		683.38	
	3.09.2014 г.			2,000.72
% от върховата ст/ст		100.00 %	43.76 %	128.10 %
Изменение (%)			56.24 %	+28.10 %

Източник: <http://finance.yahoo.com/q?s=%5EDJI> (3.09.2014 г.)

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5Egspc+interactive> (3.09.2014 г.)

Ако се съди единствено по сегашните нива на индексите, би следвало да се направи изводът, че икономиката на САЩ на настоящия етап е в сериозен възход. Въпросът все пак е дали впечатляващото нарастване на индексите е съпътствано

от процес на действително създаване на стойност или е израз на поредния ценови балон на пазара на акции. Едно от основанията за подобни съмнения е случилото се преди и по време на глобалната финансова криза. Преобладаващото мнение във връз-

ка с големия срив на пазарите на акции от 2008 г. е, че той се дължеше преди всичко на предшестващите го силно изразени балони при цените на акциите. Казано по груб начин, по-голямата част от спада на цените не беше в резултат на намаляването на действителната им стойност, макар че и тя бе засегната негативно от стартиралата финансова криза. За пореден път стана ясно, че за относително продължителен период от време, цените на почти всички акции на тези пазари могат да се отклоняват и задържат значително над тяхната стойност.

Изясняването на въпроса доколко настоящите нива на индексите отразяват действителната стойност на акциите изисква по-обстоятелствен анализ. Като типични индикатори за наличието на балон на пазара на акции Хенри Блоджет посочва (Blodget, 2011):

1. Прекалено високи цени на акциите спрямо фундаменталните променливи;
2. Всички участват на пазара и всичко се покачва;
3. Скептиците са алармирали за наличието на балон в продължение на години;
4. Хората масово говорят, че „Този път е различно“;
5. Налице е огромен ливъридж в системата.

От гледна точка на фундаменталния анализ, най-съществен е първият индикатор, т.е. как изглеждат цените на акциите спрямо фундаменталните фактори (променливи). Източник на стойността на компанията, а оттам и на акциите, са очакваните бъдещи доходи, които те могат да донесат на своите собственици (Ненков, 2005). Така в крайна сметка стойността на компанията се явява функция на:

- *потенциала ѝ да генерира доходи (парични потоци),*
- *очаквания темп на нарастване на доходите (паричните потоци),*
- *степенна на риска.*

Доколкото пазарните коефициенти като „Цена-печалба“, „Цена-счетоводна стойност“ и т.н., са превърнати форми на цената, то те също следва да са функция на **горните три променливи: потенциал за генериране на доход, очаквания темп на нарастване на дохода и степента на риска**. Това е естествено и логично, доколкото всеки разумен инвеститор (има и такива), независимо от предпочитанията си към един или друг подход на оценка, се ръководи преди всичко от представите и очакванията си относно тези три величини.

В тази връзка съпоставката на пазарните цени на акциите спрямо фундаменталните променливи може да се осъществи по следния начин:

- извърши се преглед на движението на фактическите пазарни коефициенти „цена-доход“ и „цена-счетоводна стойност“ в исторически план и по пазари;
- изчисляват се фундаментални коефициенти „цена-доход“ и „цена-счетоводна стойност“ като функция на фундаменталните променливи;
- направи се анализ на настоящите фактически пазарни коефициенти от гледна точка на обосноваването на техните стойности, посредством съпоставянето им с фундаменталните коефициенти.

Фактически PE на портфейла S&P 500

В таблица 2 са показани коефициентите PE на индекса S&P 500 от началото на настоящия век досега. Показани са две групи PE коефициенти, изчислявани по различен начин. Първите са т. нар. **пълзящи PE** коефициенти, представляващи съотношение между текущата пазарна цена на една акция и печалбата на една акция за последните четири тримесечия. Втората група PE коефициенти са известни като **PE 10** или още като **PE коефициенти на Шилер** (Shiller

РЕ). Наречени са така по името на техния автор – нобеловия лауреат по икономика за 2013 г. Роберт Шилер. Те са изчислени като съотношения на текущата цена на една акция към усреднената печалба за предходните десет години. За целта годишните печалби от предходните десет години се коригират с помощта на индекса на цените на потребителските стоки (CPI). Коефици-

ентите са към 1 януари на всяка година. Така изчислените коефициенти не се влияят от временните колебания в печалбата и измененията на техните стойности се предопределят почти изцяло от движението на цените на акциите в индекса. Поради изтъкнатата особеност на изчисляването им, тези коефициенти се различават от публикуваните групи РЕ коефициенти.

Таблица 2. Коефициенти РЕ на индекса S&P500 за периода 2001-2014 г.

Начало на година	29 август 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Плъзящ РЕ	19.86	18.15	17.03	14.87	16.30	20.70
РЕ на Шилер	26.50	24.86	21.90	21.21	22.98	20.53
Начало на година	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Плъзящ РЕ	70.91	21.46	17.36	18.07	19.99	22.73
РЕ на Шилер	15.17	24.02	27.20	26.46	26.58	27.65
Начало на година	2003	2002	2001			
Плъзящ РЕ	31.43	46.17	27.55			
РЕ на Шилер	22.89	30.28	36.98			

Източник: <http://www.multpl.com/s-p-500-price-to-earnings/table/by-year> (3.09.2014 г.)

Към 29 август 2014 г., паралелно с покачването на индекса S&P500, плъзящият коефициент РЕ е достигнал **19.86**, а РЕ коефициентът на Шилер съответно се е покачил на **26.50**.

В таблица 3 по-долу са представени усреднени стойности на коефициентите РЕ на индекса S&P500 за един над 140 годишен

период – от януари 1871 г. до август 2014 г. за плъзящите РЕ и от януари 1881 г. до август 2014 г. за РЕ коефициентите на Шилер. Включени са за сравнение и коментирани по-горе текущи стойности към 29 август 2014 г. и процентната им разлика спрямо средната аритметична.

Таблица 3. Усреднени коефициенти РЕ на индекса S&P500 за периода 1871-2014 г.

Показател	РЕ коефициенти на Шилер	Плъзящи РЕ коефициенти
Средна аритметична	16.55	15.52
Медиана	15.93	14.56
Минимум	4.78 (Декември 1920 г.)	5.31 (Декември 1917 г.)
Максимум	44.19 (Декември 1999 г.)	123.73 (Май 2009 г.)
Коефициенти към 29 август 2014 г.	26.50	19.86
Разлика спрямо средната аритметична	+60.12 %	+27.96 %

Източник: <http://www.multpl.com/s-p-500-price-to-earnings/table/by-year> (3.09.2014 г.)

Финанси и инвестиции

Вижда се, че коефициентът на Шилер е вариал в доста широк диапазон, с минимална стойност от **4.78** – през декември 1920 г. и максимална стойност от **44.19** – през декември 1999 г., в разгара на интернет балона. Още по-големи са колебанията на пълзящия PE, който през май 2009 г. достига **123.73**. Това не се дължи на високи цени на акциите, тъй като по това време те бяха почти на същото. Причината са прекалено ниските печалби в разгара на кризата. От таблица 3 се вижда също, че средните стойности на PE коефициентите на Шилер на индекса S&P500 за периода 1881-2014 г. много малко се различават от пълзящите PE коефициенти. Средната аритметична за първите е 16.55, а за вторите – 15.52.

Медианите са съответно – 15.93 и 14.56.

На фона на тези средни исторически стойности, сегашните нива на пазарните PE коефициенти (към 29 август 2014 г.) изглеждат завишени. Това важи в особено голяма степен за коефициента на Шилер – той е с **60.12** % по-висок от средната аритметична. Пълзящият коефициент съответно е с **27.96** % по-висок от средната аритметична. Доколкото средните исторически стойности на коефициентите за един дълъг период от време се приемат за нормални, логично е да се направи изводът, че сегашните по-високи PE най-вероятно са индикатор за необосновано високи цени на акциите.

Таблица 4. Коефициенти „цена-счетоводна стойност“ (PBV) на индекса S&P500 за периода 1999-2014 г.

Край на година	29 август 2014	2013	2012	2011	2010	2009
PBV	2.80	2.58	2.14	2.05	2.17	2.17
Край на година	2008	2007	2006	2005	2004	2003
PBV	2.00	2.77	2.81	2.76	2.92	3.03
Край на година	2002	2001	2000	1999		
PBV	2.73	2.39	4.05	5.05		
Средна аритметична	2.75					
Медиана	2.73					

Източник: <http://www.multpl.com/s-p-500-price-to-book/table/by-year> (3.09.2014 г.)

В таблица 4 са показани стойностите на коефициентите „цена-счетоводна стойност“ (PBV) на индекса S&P 500 за периода 1999-2014 г. Прави впечатление, че няма коефициент PBV по-нисък от 2.00. За различните години той варира между 2.00 в края на 2008 г., в началото на финансовата криза и 5.05 в края на 1999 г., по време на интернет балона. Средната аритметична и медианата са съответно 2.75 и 2.73. На фона на тези средни стойности текущата стойност от 2.80 към 29 август 2014 г. изглежда нормална. Все пак логично възниква въпросът кой е източникът на допълни-

телната стойност, която прави възможно пазарната цена да е почти три пъти над счетоводната стойност.

Защитниците на високите ценови равнища на пазара на акции на настоящия етап изтъкват като основен аргумент рекордно високите печалби на една акция и големите парични потоци към акционерите. Сред тях са Jim O'Neill (2013), гуру на Голдман Сакс Асет Менеджмънт (Goldman Sachs Asset Management) и Том Луи (2013) от Джей Пи Морган (JP Morgan). И други специалисти от последните две години твърдят, че цените са обосновани, като се има предвид,

че “корпоративните печалби гонят високи стойности далеч преди цените на акциите и коефициентът PE на DJI (Дау Джоунс Индъстриъл) от 15.73 е съвсем малко над историческата му средна” (The Bondag Blog, 2013).

Високата нетна печалба на една акция по принцип е важен аргумент в подкрепа на високите нива на индексите. Тя обаче не може да послужи за обяснение на относително високите текущи коефициенти PE, значително надвишаващи средните исторически стойности. Тъкмо напротив, поради действието на принципа на противоположните движения, обяснен от Николас Молодовски, при висок текущ доход (печалба)

на една акция, текущият PE коефициент би следвало да е значително по-нисък от средните му стойности (Molodovski, 1956). Това може да се приеме за сериозна индикация, че сегашните ценови равнища на индекса S&P 500 не са подкрепени от действителната стойност на компаниите в него.

В таблица 5 са показани нетните печалби на една акция (EPS) на индекса S&P 500 за периода 2001-2014 г., а в таблица 6 е процентното нарастване на EPS по години за същия период. Веднага се забелязва, че от началото на века до края на март 2014 г., нетният доход на една акция е нараснал около 3 пъти – от 33.29 през 2001 г. на 101.69 към март 2014 г.

Таблица 5. Нетна печалба на една акция (EPS) на индекса S&P500 за периода 2001-2014 г.

Край на година	31 март 2014	2013	2012	2011	2010	2009
Нетна печалба на една акция (EPS)	101.69	102.44	89.77	91.80	84.08	56.23
Край на година	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Нетна печалба на една акция (EPS)	16.86	75.07	96.23	84.54	73.30	63.01
Край на година	2002	2001				
Нетна печалба на една акция (EPS)	36.34	33.29				

Източник: <http://www.multpl.com/s-p-500-real-earnings-growth> (3.09.2014 г.)

Все пак основният фактор за превъзрасаното в повечето анализи рекордно нарастване на печалбите в последните години е предхождащият го огромен спад в резултат на кризата, а оттам и прекалено занижената база. Казано по-просто, рекордно нарастване в последно време се дължи

основно на рекордния спад преди това. От таблица 5 се вижда, че за 2008 г. EPS слиза до едва 16.86. Това е много под потенциала на компаниите в индекса и както се вижда от таблица 6, към края на 2009 печалбата на една акция отчита годишен ръст от 242.54 %.

Таблица 6. Нарастване на нетната печалба на една акция (EPS) на индекса S&P500 за периода 2001-2014 г.

Край на година	31 март 2014	2013	2012	2011	2010	2009
Нетна печалба на една акция (EPS)	14.99 %	15.82 %	-0.51 %	12.41 %	51.76 %	242.54 %
Край на година	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Нетна печалба на една акция (EPS)	-77.52 %	-18.81 %	16.73 %	19.27 %	20.13 %	76.66 %
Край на година	2002	2001				
Нетна печалба на една акция (EPS)	11.75 %	-50.62 %				

Източник: <http://www.multpl.com/s-p-500-real-earnings-growth> (3.09.2014 г.)

Финанси и инвестиции

Ако се върнем обаче към 2006 г., ще видим, че сегашният показател „нетен доход/ печалба на една акция“ (EPS) почти не се различава от тогавашната му стойност от 96.23. Като изчислим средно геометричен темп на нарастване на EPS – от точка до точка, към края на 2013 г., получаваме следните резултати:

- за периода 2001-2013 г.: **9.82 %**
- за периода 2003-2013 г.: **4.98 %**
- за периода 2006-2013 г.: **0.90 %**
- за периода 2007-2013 г.: **5.32 %**

Огромната разлика между получените темпове на растеж е напълно резонна, предвид неравномерното нарастване на EPS по години и особеностите на средната геометрична от точка до точка. Ниската стойност на началната година за съответния период предопределя висок темп на нарастване и обратно. Ниските печалби след спукването на интернет балона през 2001 г. са основната причина за високия получен темп от 9.82 %. Същевременно нарастването на EPS на индекса S&P 500 спрямо пред-кризисната 2006 г. е едва 0.90 %.

Ако за база се вземе последната година преди кризата – 2007, годината на върховете стойности на индексите от това време, средно геометричният темп на нарастване е **5.32 %**. За сравнение, за приблизително същия период – от 8 октомври 2007 г. до 3 септември 2014 г., средно геометричният годишен темп на нарастване на двата индекса е както следва (изчислен по данните в таблица 1):

- за индекса DJIA: **2.78 %**
- за индекса S&P500: **3.60 %**

От така получените стойности се вижда, че от 2007 г. насам средногодишният темп на покачване на двата индекса е по-нисък от темпа на нарастване на **EPS** на индекса S&P500. При равни други условия, това би могло да се използва като аргумент, че покачването на индексите е обусловено от паралелното покачване на печалбите на една акция и е израз на действ-

ителното покачване на стойността на акциите. Същевременно обаче не трябва да се пропуска фактът, че ако през базисната 2007 г. високите нива на индексите са се дължали на балон, то и коментираното по-горе покачване през 2014 г. е един вид екстраполяция на балона отпреди кризата.

Освен това не трябва да се забравя, че стойността на една акция не се предопределя от текущия доход, а от поредицата очаквани бъдещи доходи (парични потоци). В този смисъл, сегашните относително високи доходи са фактор за висока стойност на акциите само доколкото има основание да се очаква, че те ще продължат да бъдат високи и ще нарастват достатъчно дълго в бъдеще.

Изтъкват се и други аргументи за това, че действителната стойност не подкрепя високите ценови равнища. Според някои специалисти, високите печалби не са на особено здрава основа – корпоративните печалби бележат бум, но реалните заплати бележат спад (“Ministry of Truth”, 2013). На настоящия етап се наблюдава най-ниското ниво на личните спестявания отпреди рецесията, започнала през 2008 г. И докато цените на акциите са напълно в тон с реалността на растежа на корпоративните печалби, те не отчитат какво се случва с възнагражденията и доходите на средните американци. В действителност най-големият икономически проблем е точно в това, че изгодите от високата производителност изобщо не се споделят с работещите. „Това, от което действително страдат големите корпорации, не са „прекалено многото данъци“ или „прекалено многото регулации“, а късогледата им обсебеност от краткосрочни печалби, за сметка на дългосрочното създаване на стойност“ (“Ministry of Truth”, 2013).

През 2013 г. Асуат Дамодаран твърди, че акциите не изглеждат надценени, отбелязвайки, че те са стъпили здраво на следните четири крака: (Damodaran, 2013)

Финанси и инвестиции

1. големи парични потоци под формата на дивиденди и обратно изкупуване на акции, рекордно високи в историята на американските компании;
2. възстановяваща се икономика и съпровождащият я растеж на доходите;
3. пазарната премия за риск е над характерните си нива;
4. ниска безрискова (ниско рискова) норма.

Според Дамодаран, на фона на това как пазарът оценява останалите финансови активи и като се вземат предвид изключително ниските лихвени проценти, цените на акциите изглеждат нормални в сравнителен план. Опасността все пак е налице, като се има предвид, че възвръщаемостта на американските съкровищни бонове е на исторически най-ниското си равнище. Нещо повече, тя е прекалено ниска в сравнение с присъщата номинална възвръщаемост, която диктуват очакваният темп на растеж и очакваната инфлация. Затова Дамодаран си остава вратичка, като казва, че е „твърде възможно да се намираме в центъра на един предизвикан от Федералната резервна банка балон, което по традиция никога не е с добър край“ (Damodaran, 2013). Поради тази причина той прави следното изявление: „Пазарът танцува по музиката на Фег. Въпросът е не дали музиката ще спре, а кога?“

Досега големите сризове на капиталовите пазари са ставали в моменти, предшествани от периоди на силно занижени рискови премии (Correland, Koller, Murrin, 2000). На настоящия етап ситуацията далеч не е такава. Към 1 септември 2014 г. подразбираната текуща премия за риск е 5.48 %. С други думи, настоящият етап се характеризира с относително висока рискова премия, което само по себе си е аргумент против твърденията за наличие на балон. Нещата обаче не свършват с пазарната премия за риск – по-важна е цената на собствения капитал като цяло. Когато

Американският пазар на акции

Възвръщаемостта по ниско рисковите финансови активи се върне на нормалните си (т.е. по-високи) нива, което е неизбежно, въпросът как пазарът на акции ще бъде засегнат, ще зависи до голяма степен от комбинацията *безрискова норма, премия за риск* (Damodaran, 2013).

Фактически коефициенти и фундаментални коефициенти

Още по-добър начин да се провери доколко сегашните нива на индексите изразяват действителната стойност на акциите на включените в тях компании е като се съпоставят текущите пазарни коефициенти с т. нар. фундаментални (теоретични) коефициенти. Последните са функция на фундаменталните променливи, които предопределят действителната стойност на обикновените акции. Това са: 1/ *потенциал за генериране на доход/парични потоци*, 2/ *растеж* и 3/ *риск*. Подходящи индикатори на трите фундаментални променливи на ниво собствен капитал са (Nepkov, Bathala, 2008):

- Възвръщаемостта на собствения капитал - **ROE**;
- Очакваният темп на нарастване на EPS - **g**.
- Цената на собствения капитал - **r**;

По-голу са изчислени фундаментални коефициенти за САЩ на базата на характерните стойности на фундаменталните променливи на настоящия етап. Използван е *текущ* фундаментален PE, който следва да осигурява съпоставимост с *текущите и възможните* фактически PE. Така конкретният използван модел придобива вида:

$$PE = \frac{(1+g)^*(1-b)}{r-g} \quad (1)$$

Съответно моделът, използван за изчисляване на фундаменталния коефициент PBV, е както следва:

Финанси и инвестиции

$$PBV = \frac{(ROE - g) * (1 + g)}{r - g} \quad (2)$$

Всеки от двата фундаментални коефициента след това е изчислен и на базата на гвустепенни модели за оценка. Като входящи променливи за модела са използвани:

- Коефициент на задържане (retention ratio) - $b = 66.84\%$ ¹ (за база е използвана средната стойност за 2013 г. за САЩ)
- Като подходяща за възвръщаемост на собствения капитал (ROE) е взета средната стойност за САЩ за 2013 г. от 15.68% ²
- Очакваният темп на нарастване (g) е изчислен като вътрешен темп – функция на ROE и коефициента на задържане (b). Средният коефициент на задър

- жане за 2013 г. е 0.6684. Така $g = ROE \times b = 15.68\% \times 0.6684 = 10.48\%$.

По-сложно стоят нещата с последната фундаментална променлива – риска, изразяван в случая чрез *цената на собствения капитал*, т.е. *изискваната норма на възвръщаемост от обикновените акции* (r). Това е може би най-дискусияният входящ параметър за модела за изчисляване на фундаменталните коефициенти. В таблица 7 е показано определянето на цената на собствения капитал на пазарния портфейл обикновени акции в САЩ за 2014 г. Използван е моделът за оценка на капиталовите активи – CAPM. Историческите средни за безрисковата норма и за премията за риск са на базата на периода 1928 г. – до края на 2013 г. Текущата безрискова норма и текущата премия за риск са към 1 септември 2014 г.

Таблица 7. Безрискова норма, пазарна премия за риск и цена на собствения капитал (RRR_e) в САЩ за 2014 г.*

Показател	Безрискова норма	Бета коефициент	Пазарна премия за риск (ERP)	Цена на собствения капитал
Историческа - средна аритметична	5.21 %	1	6.29 %	11.50 %
Историческа - средна геометрична	4.93 %	1	4.62 %	9.55 %
Текуща (погрзбирана)	2.35 %	1	5.48 %	7.83 %

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

С най-висока стойност е цената на собствения капитал, изчислена като историческа средна аритметична – 11.50 %, а най-ниска – 7.83 %, е цената, изчислена на базата на текуща безрискова норма и текуща премия за риск. По средата е цената на собствения капитал на базата на историческата средна геометрична – 9.55 %. Прави впечатление твърде ниската текуща цена на собствения капитал от 7.83 %. Това показва фактическата очаквана / изисквана/ норма на възвръщаемост от ин-

веститорите в акции на настоящия етап и определено е един от факторите за високите нива на индексите.

Още по-ниска излиза текущата /погрзбираната/ цена на собствения капитал, изчислена по метода прилаган от *Goldman Sachs Asset Management* (Jim O'Neill, 2013). Прави впечатление значително по-високата изисквана норма на възвръщаемост от акциите на формиращи се капиталови пазари – 13.2 % за Бразилия, 14.6 % за Китай, 13.6 % за Индия и 15.8 % за Русия. Това се дължи не само на по-високата очаквана инфлация, но и на по-високата премия за риск, включо-

¹ Източник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

² Пак там

ваща в себе си и странова рискова премия. От подобен порядък следва да е цената на капитала и на останалите формиращи се пазари. Същевременно погразбираната цена на собствения капитал за САЩ, определена по този начин, е едва **6.6 %** през май 2013 г., т.е. още по-ниска от изчислената текуща цена по-горе.

Фундаменталните коефициенти на база едностепенния модел са изчислени в три варианта, съответстващи на трите изведени по-горе цени на собствения капитал и са представени в таблица 8. При цена на капитала от 7.83 % фундаменталният коефициент P/E става отрицателен (-13.8) поради отрицателната разлика между темпа на растеж и цената на капитала и няма икономически смисъл. При цена на капитала

от 9.55 % той е -39.4 и при цена 11.50 % е 35.9. Стойностите при фундаменталния PBV са съответно: -2.17 при цена на собствения капитал 7.83 %, -6.17 при цена 9.55 % и 5.63 при цена 11.50 %. Впечатление прави силната чувствителност и на двата фундаментални коефициента към промените в цената на капитала. Това най-добре се вижда при цена на собствения капитал от 7.83 % и 9.55 % поради един от недостатъците на използвания едностепенен модел. Поради относително високия ROE и високия коефициент на задържане, полученият темп на растеж от 10.48 % е по-висок от тези цени на собствения капитал. Получаваните в подобни случаи фундаментални коефициенти са отрицателни и нямат икономически смисъл.

Таблица 8. Фундаментални коефициенти PE и PBV за САЩ за 2014 г. – едностепенен модел

Показател	RRR_E	(1-b)	ROE	g	PE	PBV
Вариант 1	7.83 %	0.3316	15.68 %	10.48%	-13.8	-2.17
Вариант 2	9.55 %	0.3316	15.68 %	10.48%	-39.4	-6.17
Вариант 3	11.50 %	0.3316	15.68 %	10.48%	35.9	5.63

Изчислените фундаментални коефициенти на база на двустепенния модел също са в три варианта, съответстващи на трите цени на собствения капитал, и са представени в таблица 9. За целта са използвани следните допълнителни прогнозни параметри:

- Продължителност на първоначалния период на висок растеж (n) – 5 години;
- Възвръщаемост на собствения капитал през периода на устойчив растеж (ROE_2) = 9.55 %;
- Коефициент на изплащане през периода на устойчив растеж $(1-b)_2$ – 0.50
- Темп на растеж на доходите на една акция през периода на устойчив растеж (g_2) = 4.78 %;
- Цена на собствения капитал през периода на устойчив растеж (RRR_2) = 9.55 %; При цена на капитала от 7.83 % фундаменталният коефициент PE възлиза на

14.17, при цена на капитала от 9.55 % той е 13.15 и при цена 11.50 % е 12.09. Стойностите при фундаменталния P/BV са съответно: 1.46 при цена на собствения капитал 7.83 %, 1.36 при цена 9.55 % и 1.25 при цена 11.50 %. Тук се забелязва обратното на едностепенния модел, а именно, че получените коефициенти се движат в много малък диапазон и са все със стойности, които имат икономически смисъл. Това се дължи на факта, че за периода на устойчив растеж (след петата година) се прогнозира средни стойности за цената и за възвръщаемостта на капитала, които са и равни помежду си. Коефициентът на изплащане, респективно коефициентът на задържане, са по 0.50. Подобни прогнози са оправдани, понеже в дългосрочен план средната цена на собствения капитал и неговата фактическа възвръщаемост – ROE, най-вероятно ще се припокриват.

Таблица 9. Фундаментални коефициенти PE и PBV за САЩ за 2014 г. – двустепенен модел

Показател	RRR_{E1}	$(1-b)_1$	ROE_1	g_1	PE	PBV
Вариант 1	7.83 %	0.3316	15.68 %	10.48%	14.17	1.46
Вариант 2	9.55 %	0.3316	15.68 %	10.48%	13.15	1.36
Вариант 3	11.50 %	0.3316	15.68 %	10.48%	12.09	1.25
	RRR_{E2}	$(1-b)_2$	ROE_2	g_2		
	9.55 %	0.50	9.55 %	4.78 %		

Всичко това прави въпроса за обосноваността на използваната цена на собствения капитал особено важен. Текущата погрешаща се цена от 7.83 % може да се приеме за необосновано ниска, основно поради ниската текуща безрискова норма от 2.35 %. Като най-обоснована би следвало да се приеме историческата средна геометрична от 9.55 %, която е някъде по средата между трите изчислени цени на капитала. Оттук произтича и изводът, че като най-резонни се очертават фундаменталните коефициенти със средни стойности – тези на *Вариант 2* в таблица 9 – съответно $PE=13.15$ и $PBV=1.36$. В таблица 8 (при едностепенния модел) фундаменталните коефициенти са нереално завишени (или с отрицателни стойности) поради значителния диференциал между ROE и r . Вижда се, че получените средни фундаментални PE и PBV са много по-ниски от разглежданите по-горе фактически коефициенти на настоящия етап.

Заклучение

В крайна сметка отговорът на въпроса „Какво показват рекордните нива на индексите – висока действителна стойност или поредният балон на пазара на акции в САЩ?“, е по-скоро нееднозначен. Има сериозни аргументи, подказващи наличието на балон. Привеждат се и аргументи против наличието на балон. По-задълбоченият анализ на факторите (променливите) дава по-голяма тежест на първата група аргумен-

ти, а именно, че цените на акциите в САЩ са надценени:

1. Независимо от относително високата премия за риск, текущата (погрешащата) цена на собствения капитал е все още ниска.
2. Твърде вероятно е големите парични потоци към акционерите на настоящия етап да се дължат на:
 - липсата на достатъчно атрактивни инвестиционни възможности пред компаниите;
 - улеснен достъп до евтин финансов ресурс отвън, дължащ се на огромния ливърдж в системата и на политиката на Федералната резервна банка.
3. Високите сегашни печалби на една акция от индекса S&P500 действително са фактор за по-високите цени, но вътрешната стойност на една обикновена акция е функция на очакваните бъдещи доходи в дългосрочен план. Налице са сериозни опасения, че в момента се акцентира върху високи печалби в краткосрочен план вместо върху създаването на стойност в дългосрочен план.
4. Поради относително високите настоящи печалби базата става по-висока и поради това прогнозираният темп на растеж, при равни групи условия, следва да бъде по-консервативен.

Цитирани източници:

Ненков, Д., 2005. Оценка на инвестициите в реални активи. София, УИ “Стопанство”.

(Nenkov, D., 2005. Otsenka na investitsiite v realni aktivi. Sofia, UI "Stopanstvo".)

Blodget, Henry. "Is there a New Tech Bubble? No.," Business Insider, Available at: <<http://www.businessinsider.com/is-there-a-new-tech-bubble-2011-4#-1>>, [Accessed 11 April. 2011]

Copeland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin. Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, John Weley & Sons, New York, 2000

Damodaran, A. Equity Risk Premiums and Stocks: Bullish or Bearish Indicator, May 19, 2013, Available at: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>, [Accessed 21 May, 2013]

Molodovski, N. A Theory of Price-Earnings Ratios, *Financial Analysts Journal*, January/February 1995, p.29-43 (Reprinted from "The Analyst Journal", November 1953, p. 65-80)

Nenkov, D., Bathala, C. Price-Earnings Ratios on the Bulgarian Capital Market: An Analytical Approach to Comparing Actual Vs. Fundamental P/E Ratios, published in "Globalization: Opportunities & Challenges", Wisdom Publications, Delhi, 2008, pp. 347-366.

Jim O'Neill's Final Presentation: Goldman Guru presents His View of the World through 2020, Available at: <<http://www.businessinsider.com/jim-oneill-global-macro-outlook-2013-4?op=1>>, [Accessed 20 May, 2013]

Tom Lee. "Why Is This May Different?", Available at: <[http://www.businessinsider.com/jp-morgan-](http://www.businessinsider.com/jp-morgan-hedge-fund-beta-2013-5)

[hedge-fund-beta-2013-5](http://www.businessinsider.com/jp-morgan-hedge-fund-beta-2013-5), [Accessed 20 May, 2013]

"Sorry, Doomers: The Stock Market Isn't Divorced from Reality", New Deal Democrat, The Bondad Blog, May 2, 2013, Available at: <<http://www.businessinsider.com/the-stock-market-isn't-divorced-from-reality-2013-5>>, [Accessed 15 May, 2013]

"Corporate Profits Hit Another All Time High, Because Wages Hit Another All Time Low", by Ministry of Truth, Daily Kos, Available at: <<http://www.dailykos.com/story/2013/04/11/1200969>>, [Accessed 11 May, 2013]

Източници на данни:

<http://finance.yahoo.com/q?s=%5EDJI>, [Accessed 3 Sep, 2014]

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5Egspc+interactive>, [Accessed 3 Sep, 2014]

<http://www.multip.com/s-p-500-price-to-earnings/table/by-year>, [Accessed 3 Sep, 2014]

<http://www.multip.com/s-p-500-price-to-book/table/by-year>, [Accessed 3 Sep, 2014]

<http://www.multip.com/s-p-500-earnings/>, [Accessed 3 Sep, 2014]

<http://www.multip.com/s-p-500-real-earnings-growth>, [Accessed 3 Sep, 2014]

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar, [Accessed 3 Sep, 2014]