

Обратните изкупувания на акции – влияние върху цената на дружествата и ефекти за акционерите

Петко Вълков *

Резюме: Статията представлява въведение в теорията и практиката на обратните изкупувания на акции, провеждани от публичните компании. Разгледани са основните причини за осъществяване на процедури по обратни изкупувания от страна на емитентите, като се посочват и недостатъци и рискове от подобни действия. Вниманието е отделено на ефектите върху цените на акциите и интересите на акционерите. Във втората половина на статията е разгледана практика в България от страна на българските публични дружества. Вижда се, че това корпоративно действие е все още слабо познато и приложимо в България. Не може да се твърди, че слабото му разпространение е за сметка на дивидентната политика, тъй като и по отношение на нея публичните компании не са последователни.

Ключови думи: обратни изкупувания на акции, публични дружества, фондова борса, акционери, дивиденди, корпоративно управление.

JEL: G30.

1. Въведение

Теорията на корпоративното управление е базирана на основното допускание, че основната цел на мениджмънта на едно дружество е да предприема дейст-

вия, имащи за цел максимизиране на изгодата за акционерите.

Усилията на мениджмънта се предполага, че са насочени основно към повишаване на благосъстоянието на акционерите. В периоди, през които цените на акциите на едно дружество не се повишават и не се представят добре, особено на фона на представянето на акциите на други подобни дружества от същия сектор, то акционерите обикновено проявяват недоволство към действията на мениджмънта. Последният, от своя страна, обикновено е съсредоточен повече към дългосрочните резултати на дружеството, а не толкова към краткосрочните и по-конкретно към ежедневното движение на цените на акциите. От друга страна, акционерите може да не разполагат с достатъчно информация относно бъдещите проекти на дружеството, тяхната рентабилност и влияние върху резултатите на компанията, включително и към очакваното нарастване на годишните дивиденди. За подобряване на информираността на акционерите, мениджмънтът на компанията, освен традиционните и за дължителни канали за разпространяване на информация, може да използва и други, нетрадиционни действия като обратните изкупувания на акции, с които да бъдат постигнати следните важни ефекти:

- Повишаване на цените на акции в краткосрочен план, от което биха спечелили

* Д-р Петко Вълков е асистент в Катедра „МИО и бизнес“ към УНСС, София, petkovalkov@gmail.com

акционерите с по-краткосрочен инвестиционен хоризонт

- Насочване на вниманието на акционерите и инвеститорите относно това, че мениджмънтът смята, че акциите на дружеството са подценени от пазара и не отразяват перспективите за развитие.

Обратните изкупувания на акции от страна на дружествата – емитенти са често срещана практика, особено на развитите капиталови пазари. През последната година размерът на обратните изкупувания в САЩ от страна на големите компании достигна рекордни размери, което накара редица анализатори да се замислят дали всъщност подобни практики не водят до влошаване на ситуацията както за дружествата, така и за акционерите.

Произходът на обратните изкупувания на акции може да бъде намерен в САЩ. Публичните компании започват активно да осъществяват обратни изкупувания на акции през 60-те години на 20-и век, достигайки своя връх през 80-те години на 20-и век. Въпреки това основните регулации за обратните изкупувания се появяват едва през 1988 година.

Правени са редица изследвания, основно в САЩ, които са се опитвали да измерят влиянието на обратните изкупувания на акции върху стойността на публичните компании, както и да се преценят дали в крайна сметка тази процедура е добра новина за акционерите или не. В България подобни анализи не са правени поради кратката история на проведени обратни изкупувания от страна на български публични компании, кратките срокове на тяхното провеждане и ограничен брой компании, които всъщност са приемали обратни изкупувания на акции.

Изследванията са показали, че обратните изкупувания на акции могат да доведат до увеличаване на стойността на компанията. Други основни причини за тяхното осъществяване могат да бъдат данъчни, такива, свързани с промяна в капиталовата структура на дружеството, опити за на-

сочване на инвеститорите относно това, че акциите на компанията са подценени.

Съществуват две основни форми за осъществяване на обратно изкупуване на собствени акции:

- Осъществяване на търгово предлагане – предлагане на фиксирана оферта „Купува“ на определена цена, за определен период от време и за изкупуване на точно определен брой акции.
- Свободни операции на регулиран пазар – покупките се осъществяват на случаен принцип в рамките на предварително одобрените параметри.

В световната, а и в българската практика, вторият метод на свободни операции е най-често застъпен, основно поради своята гъвкавост.

2. Методология на изследване на българската практика: подбор на обектите, цели на изследването, период, информационна база, методи.

В настоящата статия се разглеждат единствено българските публични дружества, чиито акции са регистрирани и допуснати за търговия на регулирани пазари. Основната особеност на публичните компании е, че акционерите разполагат с непрекъсната информация относно стойността на акциите им в дружеството, които се търгуват на фондовия пазар.

Изследването обхваща българските публични компании, които са предприели процедури по обратни изкупувания на своите акции, и ефектите, които тези действия са имали върху цените на акциите, търгувани на регулирания пазар. Разгледан е периодът 2007-2014 г., по време на който цените на акциите на публичните компании отбелязват значителен спад, причинен от влиянието на световната икономическа криза. Понижението на цените на акциите подтиква редица компании да предприемат обратно изкупуване на своите акции.

Управление на ресурси и разходи

Общият брой компании с процедури по обратни изкупувания на акции в България е сравнително нисък. Това възпрепятства провеждане на статистическо изследване и постигане на статистически значими резултати. По тази причина основният метод на изследването е свързан със сравнение на изменението на цените на компанията с процедури за обратни изкупувания в периода до една година след стартиране на самата процедура.

В методологичен план изследването се основава на използването на:

- теоретико-емпиричен подход;
- анализ на статистически данни посредством изчисляване на стандартното отклонение на движението на цените на акциите на компанията в периода до една година след началото на обратното изкупуване и сравняване на резултатите със стандартното отклонение на борсовия индекс SOFIX¹.

Съпоставимите параметри на разглежданите дружества са: изменение на цените на акциите на компанията една година преди процедурата за обратно изкупуване на акции, една година след това, сравнение с дела на свободно търгуеми акции, дивидентна политика и парични потоци.

Данните за движението на цените на акциите са публична информация, която е достъпна от интернет страницата на Българска фондова борса – София АД.

Дивидентната политика на дружествата е свързана с публично оповестена информация от страна на корпоративното ръководство на дружества за разпределяне или неразпределяне на дивиденди като процент от реализираната годишна нетна печалба. Ръководствата на Софарма АД, Мон-

бат АД, Трейд Груп Холд АД се оповестявали информация, че планират на предложат на акционерите на годишното общо събрание да гласуват за разпределяне на част от реализираната печалба като дивидент. Останалите наблюдавани дружества не са оповестявали подобна информация. В политиката им на разпределяне на дивиденди не може да бъде открита закономерност и последователност. Настоящата статия няма за цел да изследва дивидентните политики на публичните компании. Информацията за тях е ползвана от протоколите от общите им събрания, които са публично публикувани.

Паричните потоци на разглежданите дружества са достъпни в междинните отчети за дейността, които те публикуват публично. За стабилни парични потоци се приемат тези парични потоци, които запазват положителна стойност за период от повече от три години.

Основната цел на изследването е да покаже доколко процедурите за обратно изкупуване на акции на дружествата успяват да постигнат целта си. Ефектите от обратното изкупуване са анализирани на база сравнение между движението на пазарните цени на акциите на дружествата една година преди и една година след стартиране на процедурата. На следващо място е измерено стандартното отклонение на цените на акциите в тези периоди. Те са сравнени с борсовия индекс SOFIX, като целта е да се отговори на въпроса дали е постигнато понижение в стандартното отклонение на цените на акциите на компанията с обратни изкупувания. Теоретичните постановки определят, че по-ниското значение на показателя стандартно отклонение се свързва с по-нисък риск за акционерите. По-ниското стандартно отклонение се свързва и с постигане на по-ниска цена на собствения капитал на дружествата, което представлява важен положителен ефект.

¹ Индексът SOFIX е водещият борсов индекс на Българска фондова борса София – АД, който обхваща движението на най-големите публични дружества в България. Повече информация за индекса, неговата структура и методология за изчисляване може да бъде намерена на www.bse-sofia.bg

3. Основни причини за провеждане на обратни изкупувания

1. Обратните изкупувания се смятат за известен заместител на дивидентите, като често се предпочитат от данъчна гледна точка. По този начин компаниите разпределят извънреден кеш към своите акционери, които не се предвижда да се използва в близко бъдеще за финансиране на съществени дейности. За разлика от дивидентите, обаче, обратното изкупуване на акции не е свързано с данъчни разходи за акционерите, тъй като капиталовата печалба е освободена от данъци, за разлика от дивидентите, които се облагат при източника за физическите лица, а за юридическите – влизат в данъчно облагаемата печалба. Друга разлика от дивидентите може да бъде намерена в това, че при обратните изкупувания средствата не се разпределят пропорционално между акционерите, а отиват само при тези, които са склонни да продадат част или всички от притежаваните акции. По този начин тези акционери, които не се възползват от процедурата по обратно изкупуване и не продават акциите си обратно на компанията – емитент, на практика увеличават дела си в компанията като процент от останалите акции.

2. Осъществяване на обратни изкупувания с цел намаляване на броя на акции в обращение и същевременно увеличаване на печалбата на една акция като естествен резултат от намаление на броя акции при константна величина на нетната печалба.

3. Върху обратно изкупените акции не се изплаща дивидент, което при константна нетна печалба увеличава размера на изгодата за акционерите.

4. Обратните изкупувания имат икономически смисъл, когато вътрешно-присъщата стойност на акциите е значително по-висока от пазарната цена на акциите. Обратното изкупуване при подобни случаи може значително да увеличи стойността

на компанията, което е в интерес на акционерите.

5. Неутрализиране на евентуално разводняване на капитала при упражняване на опции върху акции, раздадени в бонус пакет на мениджмънт и служители.

6. Придобиване на собствени акции с цел бъдещата им размяна срещу осъществяване на малки по размер придобивания, които могат да доведат до подобряване на производителността на компанията, както и подобряване на консолидираната печалба. Рискът за акционерите от подобни действия на използване на обратно придобитите акции за покупка на нови дружества се крие в цената на придобиването на новата компания. Високата цена на придобиване може да неутрализира предимствата от сделката, а дори може и да доведе до негативни последици за акционерите. Рисковете от подобни сделки не са предмет на настоящата статия.

7. Обратните изкупувания може да бъдат използвани като цялостна алтернатива на разпределяне на дивидентите на акционерите. Липсата на класически дивидент може да направи така, че цената на капитала на дружеството да изглежда изкуствено по-ниска, отколкото в действителност е.

8. Осъществяване на обратни изкупувания с цел единствено стабилизиране и повишаване на цените на акциите на дружеството, което би възпрепятствало бъдещо враждебно изкупуване от нежелан инвеститор, но също така би попречило на част от акционерите да разпродават акциите, опазвайки се от по-нататъшни спадове на цените на акциите.

9. Осъществяване на обратни изкупувания отново с основна цел повишаване на цените на акциите в краткосрочен план, които би повишила основно тяхната волатилност, тъй като в дългосрочен план подобно повишение на цените на акциите не е устойчиво. От това действие печелят

Управление на ресурси и разходи

не акционерите на дружеството, а мениджмънтът, който е получил опции като финансови стимули. Цената на опциите се повишава при нарастването на волатилността на базовия актив. Това би позволило на мениджмънта на компанията да продаде при тежките условия от него опции на пазара на повишените цени на опциите, директно като резултат от проведеното обратно изкупуване на акции.

10. Промяване на капиталовата структура на дружеството, като се увеличава значението на съотношението Дълг/Собствен капитал. Съотношението може допълнително да бъде увеличено, ако финансирането на обратното изкупуване на акции е осъществено чрез банкови заеми, а не за сметка на собствени ресурси. По този начин с обратно изкупените акции се намалява собствения капитал, като за същата сума се увеличават лихвоносните задължения. По този начин общата стойност на активите на компанията остава непроменен. Също така много по-лесно се възприема от инвеститорите идеята за това обратните изкупувания на акции да се финансират с банкови заеми, отколкото идеята с подобно финансиране да се изплащат дивиденди.

11. Осъществяване на обратни изкупувания при липсата на значителни инвестиционни алтернативи в дружеството. В подобни случаи мениджмънтът предпочита да разпредели кеш сред своите акционери поради липсата на по-добри възможности за инвестиране на капитала. Обикновено подобна политика провеждат дружества, които гържат голям пазарен дял в съответния си сектор и изгледите за ръст изглеждат силно ограничени.

Противниците на обратните изкупувания твърдят, че:

1. Обратните изкупувания сами по себе си не създават стойност за дружеството и макар и да имат краткосрочно положително влияние върху борсовата цена на

акциите, в дългосрочен план ефектът е спорен.

2. Чрез обратните изкупувания компанията губи ценен ресурс, който в противен случай би могъл да бъде използван и внедрен в бъдещи проекти на дружеството, които биха донесли по-голяма изгода за акционерите.

3. Обратните изкупувания могат да доведат до влошаване на капиталовата структура на дружеството и повишаване на дела на лихвоносните задължения в пасивите, което може да повлияе негативно на нетната печалба.

4. Мениджмънтът на дружествата осъществява обратните изкупувания, поради което съществува риск от това, интересите на акционерите да бъдат поставени на втори план, след тези на самия мениджмънт.

5. Фондовите пазари се ефективни, поради което обратното изкупуване на акции е безсмислено, тъй като не би оказало каквото и да било влияние върху борсовите цени на акциите на дружеството.

Правени са редица изследвания относно обратните изкупувания като алтернатива на дивидентната политика на компаниите. Едни от тях (Feen и Liang, 2000 г.) показват, че увеличаванията на обратните изкупувания за сметка на разпределените дивиденди съвпада с увеличаването на изгледите опции от дружеството. Подобна практика не съществува в България. Друго изследване (Guay и Harford, 2000 г.) сочи, че компаниите в САЩ предпочитат да използват обратни изкупувания, за да дистрибутират кеш към своите акционери, отколкото да следват политика на непрекъснато увеличение на размера на дивидента.

Размерът на годишните дивиденди и очакваният процент на увеличение оказват съществено влияние върху цената на акциите на отделните компании. Инвеститорите са изключително чувствителни към дивидентната политика на публичните

дружества и всяко едно отклонение от очакваните параметри, вкл. и очаквано повишение, може да се отрази негативно върху цената на акциите и цялостната капитализация на дружествата. По тази причина редица дружества в САЩ предпочитат да не следват политика на непрекъснато увеличение на размера на дивидентата, а по-скоро да обявяват политики по обратно изкупуване на акции, което има и стабилизираща цените на акциите функция. Изследване от 2000 г. (Jagannatham, 2000 г.) доказва, че редица компании в САЩ са предприели обратно изкупуване на акции през периоди, през които са отчитали отрицателен паричен поток от оперативната дейност, но и период, през който цените на акциите са претърпели съществени спадове. Налице е отново стремеж за използване на обратните изкупувания като ценови стабилизиращи механизми. Интересни резултати откриват Ofer и Thaker (1987 г.), отново наблюдавайки компании в САЩ. Те намират силна положителна връзка между обявяването на процедура по обратни изкупувания на акции и последвалата реакция на фондовия пазар. Ако се добави и едно друго, по-старо изследване (Vermaelen 1981), което открива, че реакцията на фондовия пазар е по-силна в положителен аспект при обявяване на обратно изкупуване, отколкото при обявяване на дивидент, то лесно може да се обясни бум на обратните изкупувания за последните 20 години. Или казано по друг начин, акциите на компанията се повишават повече в резултат на обявяване на процедура по обратно изкупуване на акции, отколкото при обявяване на дивидент.

Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000) и Dittmar (2000) стигат до извода, че броят на обратните изкупувания се повишава след периоди, през които цените на акциите на фондовите пазари са били депресирани.

Jensen (1986 г.) открива зависимост между провеждането на обратно изкупува-

не от страна на дружествата и реализираните от тях свободни парични потоци. Нарастването на паричните потоци създава конфликт между мениджмънта и акционерите относно най-оптималното използване на този ресурс – увеличение на дивидентите и въобще разпределението му сред акционерите или инвестиране в проекти с положителна нетна настояща стойност. Осъществяването на обратни изкупувания намалява силата на този конфликт. Той е и за предпочитане пред това да бъдат увеличени дивидентите, тъй като това би изисквало в бъдеще стойността на дивидентите не само да не бъде намалявана, но и да бъде увеличавана. Противното би се отразило изключително негативно върху цените на акциите.

От цитираните изследвания може да бъде създаден профил на дружество, което е най-вероятно да стартира процедура по обратно изкупуване:

- Акциите му са претърпели спад или са обект на засилени разпродажби от страна на акционерите.
- Дружеството генерира стабилни парични потоци и традиционно разпределя дивиденди.
- Дружеството има ниска цена на финансиране, с което може да финансира изгодно покупката на собствени акции.
- Дружеството е издало опции върху акциите на мениджмънта, които предстои да бъдат упражнени.
- Делът на свободно търгуемите акции е сравнително висок.
- Дружеството може да бъде обект на враждебно изкупуване поради ниските борсови цени и високия дял на свободно търгуеми акции.

4. Практиката в България

В България изкупуването на собствени акции е регламентирано в Закона за публичното предлагане на ценни книжа. Съгласно разпоредбите, публично дружество може да

Управление на ресурси и разходи

придобива през една календарна година не повече от три на сто собствени акции с право на глас. Публичното дружество уведомява комисията за броя собствени акции, които ще изкупи, и за инвестиционния посредник, на който е дадена поръчка за изкупуването. Уведомяването трябва да бъде извършено най-късно до края на работния ден, предхождащ деня на изкупуването. Комисията дава публичност на получената информация чрез водения от нея регистър за публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа. По този начин е регламентирана процедурата, която трябва предварително да бъде гласувана на Общо събрание на акционерите. В решението се дефинират минималната и максимална цена, на които дружеството ще може да осъществява обратно изкупуване на акции, както и общият брой книжа, които ще може да придобие. Дружествата осъществяват операциите на свободния пазар и информират инвестиционната общественост за резултатите от обратните изкупувания. Чрез борсовия бюлетин акционерите получават информацията относно процедурата, броя на изкупени акции и цените, на които са придобити. На свободния пазар акционерите, които желаят да се възползват от това да продадат акциите си на дружеството, трябва да ги оферират за продажба в ценовия хоризонт, определен от процедурата. Това не им дава гаранция, че ще успеят да продадат книгата си на дружеството, тъй като търговията е анонимна. Акционерите, желаещи да продадат всички или част от притежаваните от тях книжа, трябва да изчакат дружеството да предприеме активни борсови покупки. Времевият период на покупките и параметрите на поръчките (вид поръчка – лимитирана или пазарна, цена на сделка, брой акции) се определят от мениджмънта на емитента, който се предполага, че действа в най-добър интерес на дружеството и се стреми да оптимизира изгодата за своите акционери.

Основни рискове за акционерите при процедура за обратно изкупуване на акции:

- Акционерите, които желаят да продадат своите акции обратно на дружеството, нямат гаранция, че ще продадат своите книжа на самото дружество, тъй като процедурата се осъществява на регулирания пазар, където търговията е анонимна. Все пак акционерите могат да продадат своите акции на пазара по всяко време, но няма гаранция, че купувачът ще бъде самото дружество.
- Няма гаранции, че акциите, предмет на обратно изкупуване, ще бъдат изкупени от пазара на случаен принцип. Съществува риск мениджмънтът на компанията, който контролира процедурата по обратно изкупуване, да изкупи определения брой акции сравнително бързо, с което ще запълни своя годишен лимит, гласуван на общото събрание на акционерите.
- Съществува риск от това гласувани и обявени обратни изкупувания да не бъдат провеждани, което може да доведе до информационна асиметрия между мениджмънт и акционери. При тях ефектът върху цените на акциите може да бъде и негативен, особено ако дружествата не представят обоснована причина за липсата на обратни изкупувания, независимо от наличие на решение от общото събрание на акционерите.
- Ако обратно изкупените акции не бъдат занулени от дружеството и съответно отписани от неговия капитал, то съществува риск при бъдещо влошаване на резултатите му и поява на остра ликвидна нужда, дружеството да бъде принудено да продава на пожар притежаваните акции, което би могло да доведе до чувствително понижаване на цените на акциите на дружеството.
- При силно негативни пазарни движения, иницирането на обратни изкупувания с цел стабилизиране на цените на акциите може да доведе до реализиране на

значителни загуби за дружеството, ако дори след покупката на собствените акции цените им продължават да спадат поради конюнктурата на фондовия пазар. Подобен риск се наблюдаваше през 2008 г. и 2009 г., когато в резултат на световната финансово-икономическа криза, фондовите пазари по света отчетоха значителни спадове.

Данните от Българска фондова борса – София показват, че не може да бъде изведена значима зависимост между движението на цените на акциите на компаниите една година преди и една година след обявяване на провеждана процедура по обратни изкупувания. При едни компании се забелязва ръст на цените (Софарма АД, Индустриален холдинг България АД, Топливо АД), докато

Таблица 1. Профил на българските дружества с процедури за обратни изкупувания

Дружество	Дата на стартиране	Движение на цените на акциите за последната година преди обратното изкупуване	Движение на цените на акциите през следващата една година	Дял на свободно тързуеми акции	Дивиденна политика	Издадени опции	Стабилни парични потоци
Монбат АД	31.07.2008	-50%	-50%	27,96%	Да	Не	Да
Софарма АД	09.05.2010	+40%	+10%	31,95%	Да	Не	Да
Индустриален холдинг България АД	17.12.2012	+30%	+16%	37,19%	Не	Не	Да
Ломско пиво АД	02.08.2013	+195%	-22%	20%	Не	Не	Да
Трейс груп Холг АД	04.09.2012	-45%	-7%	11,42%	Да	Не	Да
Топливо АД	11.08.2014	+30,6%	+2,3%	26,58%	Не	Не	Да

Източник: Изчисления на автора, Българска фондова борса-София АД

Практиката на българския капиталов пазар показва, че към момента обратни изкупувания осъществяват Монбат АД, Софарма АД, Трейс Груп Холг АД, Индустриален холдинг България АД, Ломско пиво АД. Обявени обратни изкупувания има при още няколко дружества като М+С Хигравлик АД, Индустриален капитал холдинг АД и др., но без видим ефект върху цените на акциите им.

при други се забелязва спад (Монбат АД, Ломско пиво АД, Трейс Груп Холг АД).

Също така през едногодишния период преди обявяване на обратното изкупуване, цените на компаниите също са се движели разнопосочно. Съгласно теоретичните постановки, очакванията бяха, че в периода преди обратното изкупуване, цените на акциите на компаниите са отбелязвали спад, което на свой ред е мотивирало отделни-

Управление на ресурси и разходи

те дружества да предприемат действия за обратно изкупуване на собствените си акции на регулирания пазар. Данните, обаче, сочат, че в действителност акциите на компаниите, с някои изключения (Монбат АД и Трейс Груп Холд АД), са отбелязвали повишения. Това може да се дължи на обстоятелството, че компаниите публикуват покани за свикване на общи събрания на акционерите един месец преди датата на провеждането. По този начин инвеститорите могат предварително да се запознаят с материалите към общото събрание, включително и с предложението за обратно изкупуване на акциите, което трябва да бъде гласувано на общото събрание на акционерите. Несъмнено обявяването на дневния ред за предстоящо общо събрание на акционерите, което включва проекторешение за стартиране на процедура по обратно изкупуване на акции, представлява пазарно чувствителна информация, която може да повлияе върху движението на цените на акциите. С това може да се обясни положителното движение на борсовите котировки на цитираните компании в периода преди стартиране на процедурата по обратно изкупуване.

От друга страна, поради естествено на капиталовия пазар, движението на цените

на акциите на цитираните компании може да бъде обосновано и от действието на други систематични или несистематични фактори, които нямат пряко отношение относно това дали компаниите са стартирали процедури по обратно изкупуване на акции.

По тази причина е необходимо да се направи съпоставяне на движението на цените на акциите на компаниите с движението на самия капиталов пазар, измерено чрез динамиката на основния борсов индекс SOFIX.

Съгласно методологията на изследването е измерено стандартното отклонение на годишна база на цените на акциите в периодите една година преди и една година след стартиране на обратните изкупувания. Те са сравнени със стандартното отклонение на годишна база на изменението на борсовия индекс SOFIX. Целта е да се отговори на въпроса дали е постигнато понижение в стандартното отклонение на цените на акциите на компаниите с обратни изкупувания. Теоретичните постановки определят, че по-ниското значение на показателя стандартно отклонение се свързва с по-нисък риск за акционерите. По-ниското стандартно отклонение се свързва и с постигане на по-ниска цена на собствения капитал на дружествата, което представлява важен положителен ефект.

Таблица 2. Стандартни отклонения на дружествата в периода една година преди и една година след стартиране на обратно изкупуване и съпоставяне със стандартното отклонение на индекса SOFIX за съответния съпоставим период

	Монбат		Софарма		Инг. Холдинг България		Ломско пиво		Трейс Груп Холд		Топливо	
	1 г. преди	1 г. след	1 г. преди	1 г. след	1 г. преди	1 г. след	1 г. преди	1 г. след	1 г. преди	1 г. след	1 г. преди	1 г. след
	40.98	51.3	23.26	20.15	41.45	52.31	100.5	50.02	59.46	46.57	58.92	64.96
SOFIX	24.99	39.21	20.29	16.87	12.41	13.76	14.70	15.08	12.33	14.83	15.00	11.48

Източник: Изчисления на автора

Според резултатите от изследването може да се заключи, че единствено при Трейс Груп Холд АД и Ломско пиво АД в годината след стартиране на обратното изкупуване на акциите е постигнато понижението на стандартното отклонение на изменението на цените на акциите на дружествата и в условията на нарастване на стандартното отклонение на пазара като цяло за съпоставимия период. При Монбат АД и Софарма АД стандартните отклонения могат да се обяснят и с действието на несистематични фактори, които са повлияли върху резултатите от обратното изкупуване. Въпреки това, обаче, при Монбат АД увеличаването на стандартното отклонение е в по-малка степен от повишението на риска за пазара, което може да се дължи именно на обратното изкупуване. Намалението на стандартното отклонение на Софарма АД не може да се обясни единствено със стартиралата процедура по обратно изкупуване, тъй като през същия период се наблюдава намаление на стандартното отклонение на пазара като цяло.

При останалите дружества (Индустриален холдинг България АД и Топливо АД) липсва видим ефект от обратното изкупуване на акции. Това може да бъде обяснено с действието на специфични за конкретните дружества фактори. Това, което ги обединява е, че и двете дружества нямат приета дивидентна политика.

Данните показват, че положителните ефекти от обратните изкупувания не могат да бъдат постигнати автоматично от отделните компании чрез автоматично обявяване на подобна процедура. От значение за успеха на начинанието влияние оказват и редица други фактори като:

- Пазарни условия;
- Дивидентна политика през периода;
- Инвестиционна политика;
- Други специфични характеристики при самите компании.

С цел извличане на положителни ефекти от обратното изкупуване на акции както

за дружеството, така и за неговите акционери, е необходимо да бъдат взети предвид и горните посочени условия.

5. Заключение

Данните от проведените и провеждани обратни изкупувания в България не са достатъчни за провеждане на по-задълбочени анализи. Все пак могат да бъдат направени няколко извода:

1. Не може да бъде изведена силна зависимост между движението на цените на акциите преди периода на стартиране на обратно изкупуване и последвалия едногодишен период.
2. Обратните изкупувания са по-вероятни при компании, при които процентът на свободно търгуеми акции е по-висок от 20%. Тук има едно изключение.
3. Обратните изкупувания са по-вероятни при компании със стабилни парични потоци.
4. Не може да се твърди със сигурност, че процедурите по обратни изкупувания са свързани с дивидентната политика на отделните дружества.
5. Положителните движения на цените на акциите са по-високи в периода преди вземане на решение за предприемане на обратни изкупувания. Това предполага, че за инвеститорите е по-изгодно да идентифицират и да инвестират в компании, за които има вероятност да предприемат обратни изкупувания на собствени акции. В периода след обявяването на обратните изкупувания, повишението на цените на акциите е по-скромно. Това може да бъде обяснено и с обстоятелството, че преди самото обратно изкупуване, цените на акциите на дружествата са били на исторически ниски нива.
6. Невинаги процедурите по обратни изкупувания водят до положителни ефекти за акционерите като увеличение на пазарните цени на акциите и/или намаляване на стандартното отклонение. Не-

Управление на ресурси и разходи

обходим е внимателен анализ както на преобладаващите пазарни условия, така и на спецификите на самата компания.

Капиталовият пазар в България все още не е толкова развит, за да оценяваме риска от това дали обратните изкупувания се случват на нива под или над справедливата стойност на акциите. Въпреки това остава въпросът защо толкова малко на брой компании у нас извършват подобни процедури и не се възползват по-активно от този мощен пазарен инструмент. Част от възможните отговори са:

- Липса на какъвто и да било интерес към цената на акциите на собствените си дружества. Това се отнася с пълна сила за дружествата, които са придобили публичен статут не по собствена воля, а в резултат на примерно законови промени.
- Липса на интерес/стимул към предприемане на действия, целящи увеличаване на стойността за акционерите на дружеството. Това се отнася основно за дружества, в които делът на свободно търгуемите акции извън мажоритарния акционер е значително нисък.
- Липса на интерес към определяне на цената на капитала на дружеството
- Липса на знания относно предимствата на обратните изкупувания
- Липса на средства за осъществяване на обратни изкупувания
- Наличие на по-добри алтернативи в сравнение с купуването на собствени акции
- Собствените акции са надценени, което прави тяхното придобиване безпредметно.

Могат да бъдат изредени и други причини за ниското ниво на обратни изкупувания в България. Определено обаче това не се компенсира с увеличаване на дивидентите и/или капиталовите разходи на самите дружества.

Цитирани източници:

Закон за публично предлагане на ценни книжа
(Zakon za publichno predlagane na cenni knizha)

www.bse-sofia.bg Интернет страница на
Българска фондова борса-София АД

(www.bse-sofia.bg Internet site Bulgarian Stock
Exchange-Sofia)

Отчети на публични компании

(Otcheti na publichните kompanii)

Evans J., Evans R., Gentry J., 2001. The Decision
to Repurchase Shares: A Cash Flow Story.

Gentry, J. 1996. Assessing Strategic Performance
With Cash Flow Components, Global

Finance 2000, Published by The Conference
Board Inc.

Eberhart, A. and A.R. Siddique, 2005. Why are
Stock Buyback Announcements Good News?
AFA 2005 Philadelphia Meetings Paper.

McNally, W., 1999. Open Market Stock
Repurchase Signalling, Financial Management.

Stephen, C. P. and M. S. Weisbach, 1998. Actual
share reacquisition in open market repurchase
program. *The Journal of finance*, Vol 53, No
1 (Feb 1998).