

ФИНАНСОВИЯТ АНАЛИЗ КАТО ДВУЛИКИЯТ ЯНУС¹

Доц.д-р Виолета Касърова - НБУ

(Доклад на Научна конференция с международно участие на тема „Авангардни научни инструменти в управлението” – 01.09.2009 – 06.09.2009 г., гр. Равда)

В съвременните условия се формира нова концепция за финансовия анализ като значима управленска функция. В настоящия доклад се представя един комплексен подход за финансов анализ, който взема предвид развитието на предприятието в миналото, настоящето и бъдещето.

Keywords: financial statement analysis

JEL: G31, G32

Традиционната представа за финансовия анализ е свързана с измерване на ефективността от стопанската дейност чрез „финансовия резултат”, разглеждан като „последващ ефект” от генериране на счетоводните данни. Този ефект се изчислява в рамките на един отчетен период и е функция от цената и себестойността на продукцията. Като финансов резултат в случая най-често се използва счетоводната печалба, чиято положителна стойност се гарантира само, ако доходите покриват фактическите разходи по осъществени операции. Традиционният финансов анализ е интровертен – той е насочен към предприятието т.е. към производството и доставките, приходите и разходите.

Глобализацията на пазарите, нарастващата динамиката и неопределеност на външната среда, в която функционират компаниите понастоящем, внасят съществени корекции в корпоративното управление и особено в сферата на финансовите решения. Една от тях е промяна в изразните средства, с които се води диалогът между реалния бизнес и капиталовия пазар. А този диалог, за да има чуваемост, трябва да се води на езика на стойността. В стойността се концентрират интересите на всички заинтересовани лица. Чрез него инвеститорите могат да определят цената на кои акции е завишена или занижена, кредиторите – да оценят обезпеченията по кредитите, които са отпуснали, а мениджърите – рентабилността на своите компании и корпоративни стратегии. Финансовият анализ, ориентиран към стойността, е екстровеертен – посоката му е от предприятието към външната среда, в която то функционира, към последствията от алтернативните възможности за използване на ресурсите, към ползите и рисковете от инвестиционната дейност.

¹ Римският бог Янус като символ на двузначност, се изобразява с две съединени, противоположни лица: едното гледа към бъдещето, а другото - към миналото

Цел на този доклад е да представи един нов поглед върху финансовия анализ като значима управленска функция в съвременния глобализиран свят.

Утвърждаването на пазарните отношения в икономиката е свързано не само с организацията на пазари на продукти и услуги, капитали, работна сила и др.п., но и с формиране на единно информационно пространство, осигуряващо ефективен икономически растеж. Мениджмънтът на компанията е заинтересован да получи достатъчна по обем и качество информация, за да вземе съответните оперативни и стратегически стопански решения.

Всяка компания присъства на пазара на продукти и услуги, на който осъществява производствената си дейност и се образуват парични й потоци. Последните намират отражение в агрегираните показатели на *счетоводния отчет*. Той е средство за комуникация главно вътре в предприятието. Регистриращ миналото, този отчет е полезен преди всичко за данъчните органи и кредиторите. Собствениците и мениджърите използват информацията му при избора на тактически цели и при мониторинга на реализацията им в предприятието.

Компанията, обаче, присъства и на финансовия пазар, на който се извършва преразпределение на правата на собственост и контрол. На този пазар тя е обект и субект на инвестиционен интерес. Компанията е субект на такъв интерес и в случаите, когато извършва: (1) реални инвестиции в недвижими имоти, скъпоценни метали и художествени произведения или (2) иновационни инвестиции, свързани с повишаване на техническото и технологично равнище на производството.²

Поведението на компанията като субект на инвестиционен интерес е тясно свързано с *управленския отчет*, ориентиран към външната среда. Ролята му е да подпомага с необходимата информация мениджмънта при избора на стратегически цели, както и при свързването на фирмените стратегии с оперативните дейности в предприятието. Тази му роля предполага определяне на ограничен набор от балансиран, стандартизиран и изчерпателни ключови показатели за ефективност. Те трябва да са свързани с бизнес стратегиите през всички нива на компанията и да се ползват като инструменти за изпълнението им.

Ако счетоводният отчет представя имущественото и финансовото състояние на предприятието и финансовия му резултат за отчетния период, то управленският отчет (англ. Managerial Accounting) съдържа информация, удобна за възприемане от мениджмънта, характеризираща реалното финансово състояние и потенциала на

² Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. М., Вершина, 2007, с.8

компанията без влиянието на нормативните предписания³. Управленският отчет е елемент на системата за управленска информация в компанията.

Изследване на консултантската компания А.Т.Кearney⁴ показва, че среднестатистическият управленски отчет съдържа между 12 000 и 15 000 различни данни и компаниите отделят много време за събирането им, вместо да се концентрират върху анализа на данните. В същото време мениджърите използват по-малко от 5% от тази информация, тъй като човек е способен да задържи в съзнанието си не повече от 5-7 показателя, без да загуби цялостна представа за наблюдавания процес.

Цялостна представа за финансовото състояние на предприятието може да се получи само, *ако обект на анализа са двата отчета, разглеждани в тяхната логическа взаимовръзка и единство*. Те могат да се оприличат на двете лица на двуликкия Янус – съответно обърнати към миналото и към бъдещето (рис.1), като в съвкупността си обхващат целия жизнен път на компанията - минало, настояще и бъдеще, и информационно осигуряват всички заинтересовани от развитието на предприятието лица. При такъв подход към финансовия анализ може да се очертае профила не само на настоящата, но и на бъдещата ефективност на организацията, постигната в условията на многовариантност на избора на инвеститора и активната позиция на мениджъра.

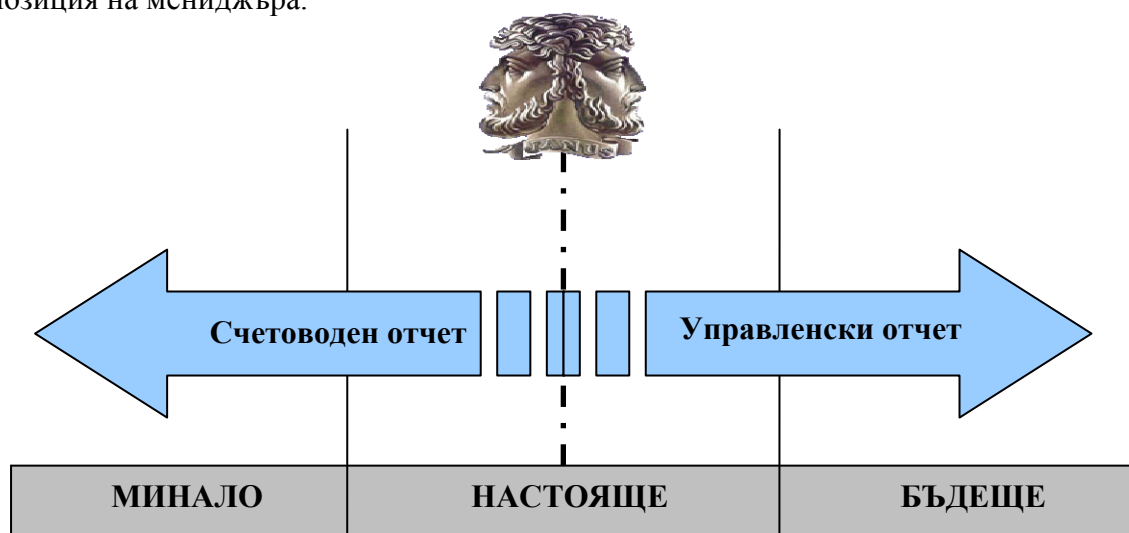


Рис.1. Счетоводният и управленският отчети върху скалата на времето

³ Например, дълготрайните активи в управленския отчет се записват по цена на възможната им реализация и се амортизират в съответствие със самостоятелно избраната от компанията амортизационна политика. В управленския отчет за доходите се отразяват реалните приходи и реалните разходи. Към последните могат да се включат и пропуснатите ползи (под формата на процент върху собствения капитал) и др.п.

⁴ А.Т. Kearney: Преход от данни към бизнес интелигентност. Електронен документ: <http://news.sagabg.net/t-kearney-prehod-ot-danni-km-biznes-inteligenost.html>

Нещо повече, разглеждането на счетоводния и управленския отчети като елементи от едно цяло е в унисон със структурата на паричния поток в компанията (рис.2), включващ оперативна, инвестиционна и финансова части.

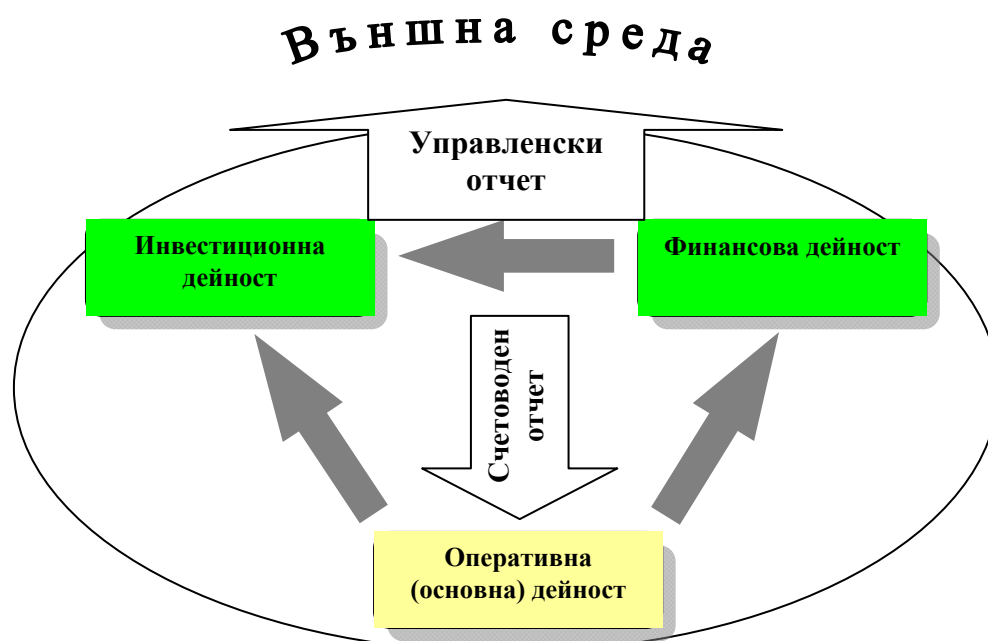


Рис.2. Насоченост на управленския и счетоводния отчети

Съвременната управленската практика у нас е основана на класическата теория за финансовия анализ, която не е отишла по-далеч от единичните финансови съотношения и абсолютните показатели за печалба и загуба, заложен в основата на счетоводния отчет. Фетишизирането на този отчет във финансовия анализ е крайност, тъй като, по обективни причини, той не може да отрази всички факти и събития, влияещи на финансовото положение на предприятието, а това несъмнено поражда противоречиви мнения относно полезността му. Тук ще напомним завета на великия поет и добър счетоводител К. Хораций (65 г. до н. е. — 8 г. до н. е.): "Във всяка работа има граници, от двете страни на които лежи лъжата".

Наред с твърдението, че на счетоводната отчетност трябва безрезервно да се вярва, съществуват и мнения, че „официалната“ отчетност не би следвало да се използва при вземане на управленски решения. Оптимизмът на първите е свързан с Международните стандарти за финансова отчетност, а песимизмът на вторите – с икономическата реалност, в т.ч. и със скандалните фалити на редица американски компании (Enron, WorldCom, Global Crossing), прекратяването на дейността на Arthur Andersen - една от компаниите от „голямата петорка“, серията корпоративни фалити в Германия, кризата на немски и японски банки, корпоративните скандали, свързани с

френските Vivendi и France Telecom, корпоративния колапс на италианския гигант Parmalat и др.

Посочената поляризация на мненията по същество е породена от интровертния характер на счетоводната отчетност и от редица несъвършенства в методологията на съставянето му, които не позволяват на стопанските ръководители да реагират винаги адекватно на пазарните сигнали. Няколко примера. Счетоводният отчет е исторически по своята природа – фокусира се върху резултатите от стопанските операции, осъществени към момента на съставянето му. Той съдържа отговор на въпроса какво представлява предприятието към отчетната дата, но няма отговор в резултат на какво се е оформило това положение, защото не използва информация за фактори, извън отчетността.

Една от главните цели на функционирането на всяко предприятие е получаването на печалба. Счетоводната печалба, обаче, може да бъде различна в рамките на един период и на една компания. Тя е субективна цифра, зависима от избраните от мениджмънта методи за отразяване в счетоводните записи на приходите и разходите, на едни или други операции. Много компании умеят да манипулират своята печалба и това е известен факт, поради което този показател не се ползва с доверие.

Балансът не отразява и реалната стойност на предприятието, тъй като съществува несъответствие между балансовата и реалната стойност на активите, повлияна от инфлацията, пазарната конюнктура и др. Извън обсега му остават неосезаемите нематериални активи⁵, които нарастват количествено и качествено през последните години и карат все повече инвеститори да се съмняват в достоверността на счетоводния отчет, а теоретици и практики⁶ - да апелират за революционното му преобразуване.

Следователно, традиционните форми на финансова отчетност, дори и да са съставени верно, фактически не отразяват реалното финансово състояние в компанията поради особености в концепцията на изграждането им. Корпоративната отчетност трябва да има друг фокус, други измерители на финансовото състояние, особено такива, които положително се оценяват от инвеститори и независими анализатори, за да се

5 Към тази група принадлежат активи като ноу-хау, фактически отношения, добро търговско име, специални разрешения и други привилегии, гарантирани пазарни достъпи, изменения в конкурентната средна, преференциални договори и кредити, клиентски листи, компетентност на мениджърите, търговски тайни, ефективно и интензивно присъствие в уеб-пространството и други подобни активи.

6 Robert G. Eccles, Samuel A. DiPiazza Jr. *The future of Corporate Reporting: Building public trust*. John Wiley & Sons, 2002; Robert G. Eccles, Robert H. Herz, E. Mary Keegan, David M. H. Phillips. *The ValueReporting™ Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*. John Wiley & Sons, 2001.

определи финансовата доходност на бизнеса и диалогът между бизнеса и капиталовия пазар да бъде ефективен.

През последните години оценката на резултатите от дейността на предприятието започна да се определя на основата на икономическата, а не на счетоводната печалба. Тази промяна е свързана с интересите на собствениците и инвеститорите, за които стойността на предприятието е единственият критерий за оценка на финансовото му благополучие и ефективност. Показатели като обем на продажбите, печалбата, себестойността, ликвидността, финансовата устойчивост, в действителност са само промеждутъчни характеристики на ефективността на стопанската дейност. Обобщаващият показател, в който се концентрират всички интереси и перспективи е стойността на предприятието. Именно този показател е в основата на управленския отчет.

Обобщавайки гореизложеното логичен е извода, че към *всеки от отчетите – счетоводен и управленски, следва да се приложи специфичен аналитичен модел, респ. счетоводен и стойностен*. Сравнителният анализ на двата аналитични модела е представен в таблица 1.

Във фокуса и на двата аналитични модела е поставено *финансовото състояние* на компанията, разглеждано чрез способността ѝ да финансира безпрепятствено своята дейност, постоянно да поддържа платежоспособността и инвестиционната си привлекателност. Основните му характеристики са осигуреност с финансови ресурси, приравнявани към „кръвоносната система” на предприятието; целесъобразното им разпределение и ефективно използване; коректни финансови взаимоотношения с други юридически и физически лица; платежоспособност и финансова устойчивост; планомерно постъпване и изразходване на паричните средства; рационални пропорции между собствения и привлечения капитал и ефективното му използване. Това е т.нар. оперативен аспект на финансовото състояние; стратегическата му перспектива се характеризира с обема на акционерното богатство, което компанията създава чрез своите активи.

Финансовото състояние зависи от резултатите от производствената, търговската, финансовата и инвестиционната дейност на компанията и може да се разглежда, от една страна като интегрален израз на комплексното му функциониране в миналото и в настоящето, а от друга – като предпоставка за висока настояща и бъдеща пазарна стойност. Точно това разбиране за финансовото състояние на компанията го превръща в обект на счетоводния и на стойностния аналитични модели, които използват

специфични метрики, за да го характеризират. Следователно, оптималният набор от измерители на ефективността трябва да се извърши от показатели, използвани в двата модела, като същите се групират и от гледна точка на доминиращата финансова цел, с чиято реализация е свързана представата за ефективно управление на компанията. Тази цел зависи преди всичко от способността на мениджмънта да отчита дългосрочните перспективи в развитието на компанията, зависещи от такива фактори като конкуренция, технологично равнище, очаквани изменения в отрасъла, пазарни перспективи, държавно регулиране и др.п.

Таблица 1. Сравнение на счетоводния и стойностен модели за финансов анализ

Тип отчет	Счетоводен отчет	Управленски отчет	
Аналитичен модел	Счетоводен	Стойностен	
КРИТЕРИИ ЗА СРАВНЕНИЕ	Цел на развитието на компанията	Реализиране на печалба	Увеличаване на инвестиционната привлекателност (ръст на стойността)
	Направление на развитие	Пазар и клиенти	Собственици (акционери) и инвеститори
	Отношение към риска	Стремеж към минимален риск чрез използване опыта от предходни години	Отчитане и съобразяване с риска; използване на съзидателните функции на риска (иновационна, защитна, аналитична, регулаторна)
	Признаване на приходите	При фактуриране на клиентите	При реално изплащане на паричната сума от клиентите
	Признаване на разходите	При фактурирането им от доставчиците	При реално изплащане на дължимата сума на доставчиците
	Основни показатели	Печалба (брутна, чиста), рентабилност на собствения капитал, на инвестирания капитал, на активите и продажбите	Остатъчна печалба, стойност на компанията, чист паричен поток, сред
	Ограничения	Не отразява промените в пазара, не отчита качеството на мениджмънта, не отчита инфлацията, за да не се наруши съпоставимостта на счетоводната информация.	Няма ограничения, разглежда бизнеса като динамична среда, базира се на прогнози, сценарии и бъдещи възможности
	Принципи на анализа	Информацията се формира по стандартите на счетоводния отчет; анализът се извършва по веригата "приходи от продажби - печалба - изменение на балансовата стойност на активите"; игнорира се инвестиционната стойност на парите; финансовите прогнози и планове се разработват от позициите на достигнатото, без сценарии и преразглеждане на по-рано взети решения.	Оценява се инвестиционния риск; вземат се предвид дългосрочни сценарии за развитие на предприятието, както и влиянието на външната среда; признаване на разходите за капитал, в т.ч. и собствен.

Доминиращата цел в компанията да се свързва с максималната доходност (счетоводен аналитичен модел) или с максимизиране на стойността на компанията (стойностен аналитичен модел). При такъв подход показателите могат да се групират

около два фокуса, което схематично е представено на рис. 3 и в таблица 2. При това е търсена взаимовръзка между показателите и информацията, необходима за изчисляването им.

Таблица 2. Основни показатели за финансов анализ

Счетоводен аналитичен модел		Стойностен аналитичен модел	
Доминираща цел	Показатели	Доминираща цел	Показатели
МАКСИМАЛНА ДОХОДНОСТ НА КОМПАНИЯТА	Брутна печалба (Gross profit – GP)	МАКСИМИЗИРАНЕ СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА	Спред (ROIC-WACC), (ROIC-CFROI)
	Печалба преди лихви, данъци и амортизация (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA).		Добавена стойност (Residual income - RI, Economic value added - EVA, Shareholder Value Added - SVA, ash Value Added - CVA, Market Value Added - MVA)
	Печалба преди лихви и данъци (Earnings Before Interest and Taxes – EBIT).		Стойност на компанията (Value - V)
	Чиста оперативна печалба преди лихви, след данъци (Net Operatig Profit after Taxes - NOPAT).		Свободни парични потоци (свободен паричен поток за фирмата - FCFE, Свободен паричен поток за акционерите - FCFE)
	Печалба преди данъци (Earnings Before Tax – EBT)		Обща доходност на бизнеса (Total Business Return - TBR)
	Нетна печалба (Net Income – NI)		Съвкупна акционерна доходност (Total Shareholers Return - TSR)
	Рентабилност на собствения капитал (ROE - Return on Equity)		Пазарни множители (Пазарна/Балансова стойност - EV/BV - Enterprise value/Book value; Пазарна стойност/ Печалба преди лихви, данъци и амортизация - EV/EBITDA - Enterprise value/ Earnings Before Interest, Taxes Depreciations and Amortization; Цена/печалба - P/E ratio - Price/Earning ratio и др.)
	Рентабилност на инвестиция капитал (ROIC - Return On Invested Capital)		
	Рентабилност на активите (ROA - Return On Assets)		
	Рентабилност на продажбите (Return On Sales - ROS)		

Предложената съвкупност от аналитични показатели има смисъл да бъде разглеждана и прилагана като система, позволяваща да се оптимизират интересите на всички заинтересовани от развитието на компанията страни, да се унифицират изразните средства на мениджъри, инвеститори и аналитици, що се отнася до разбирането за ефективност и до перспективите за развитието на компанията. Нещо повече, в този й вид тя е подходяща и за провеждане на емпирични тестове за идентифициране на фазата в жизнения път на стопанската организация, което ще бъде обект на по-нататъшните ни изследвания.

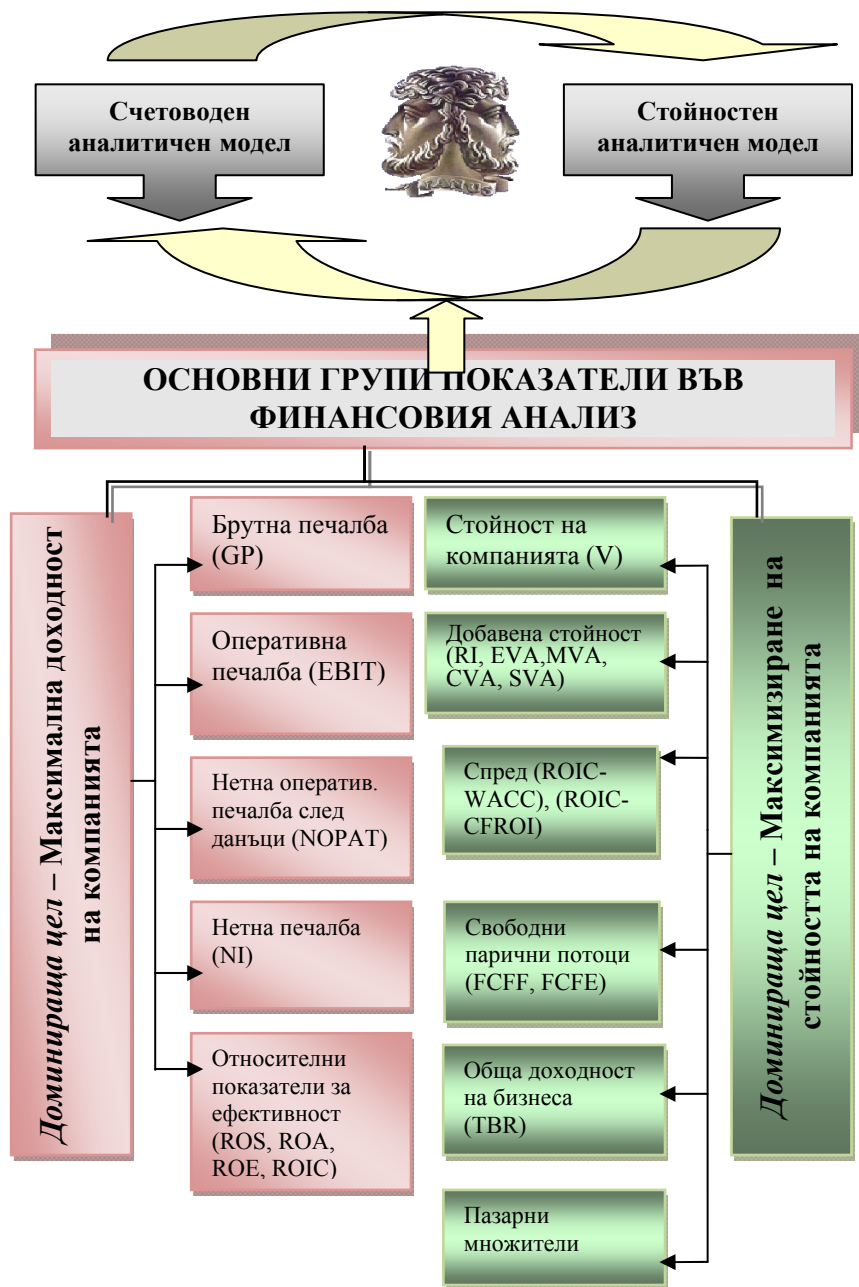


Рис. 3. Класификация на показателите в зависимост от доминиращата финансова цел

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- Иванова, Р., Л. Годоров. Финансово-стопански анализ. С., Тракия-М, 2008
- Касърова, В. Управление на стойността – нова управленска концепция. Сб. «Финансови иновации», С., Изд. НБУ, 2008
- Касърова В., Р.Димитрова. Икономическа добавена стойност – понятие и ключови характеристики. Сб. «Финансови иновации», С., Изд. НБУ, 2008
- Касърова В. Нов прочит на финансовия анализ от позициите на стойността. Научен ръкопис, депозиран в ЦНТБ, № 169/2008
- Теплова Т.В., Т.И.Григорьева. Ситуационный финансовый анализ. М., Изд.дом ГУ ВШЭ, 2006
- Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта. С., ИнфоДАР, 2008
- Bernstein L.A. Financial Statement analysis – Theory, Application and Interpretaton. 5th ed.,1993
- Helfert Erich, Financial Analysis and Techniques Guide for Managers, The McGraw-Hill 2001
- Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation. McGraw-Hill. N.Y., 2001
- Stewart G.The Quest for Value: a Guide for Senior Managers. New Yourk: Harper Collins Publishers, 1991