

НОВ БЪЛГАРСКИ УНИВЕРСИТЕТ

Център за продължаващо обучение



СПЕЦИАЛНИ ПРИЛОЖЕНИЯ НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ

доц.д-р Виолета Касърва

(научен ръкопис, депозиран в НАЦИД-ЦНТББИКП № Нд 4/2010)

София, 2010 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

Увод.....	3
1.. Финансовият анализ в оценката на бизнеса	4
2. Финансовият анализ като елемент на процедурата по дюдилиджънс	15
3. Финансовият анализ в Балансираната система от показатели.....	22
Обобщение	28
Библиография	31

Списък на таблиците

<i>Таблица 1.</i> Взаимовръзка между финансовия анализ и избора на подходи и методи за оценка	14
<i>Таблица 2.</i> Цели на потребителите, заинтересовани от процедурата по дюдилиджънс.....	16
<i>Таблица 3.</i> Направления на BSc.....	24
<i>Таблица 4.</i> Примерни показатели на BSc	25
<i>Таблица 5.</i> Показатели в перспектива «Финанси» в BSc.....	28
<i>Таблица 6.</i> Примерна система от показатели за металургично предприятие, характеризиращи финансовата перспектива на BSc.....	29

Списък на фигурите

<i>Фиг.1.</i> Алгоритъм на пазарната оценка.....	5
<i>Фиг.2.</i> Информационна основа на бизнес оценяването	8
<i>Фиг.3.</i> Основни показатели за финансов анализ за нуждите на бизнес оценката.....	13
<i>Фиг.4.</i> Съдържание на процедурата по дю дилиджънс.....	17
<i>Фиг.5.</i> Съдържание на отчета по дю дилиджънс.....	18
<i>Фиг.6.</i> Примерни показатели за финансов дю дилиджънс.....	19
<i>Фиг.7.</i> Окрупнен алгоритъм на финансов дю дилиджънс.....	20
<i>Фиг.8.</i> Структура на BSC на Каплан и Нортън.....	25
<i>Фиг.9.</i> Дърво на перспективата „Финанси” в BSc.....	
<i>Фиг.10.</i> Магически финансов триъгълник.....	27

УВОД

Целта на тази студия е да представи нови направления на използване потенциала на финансовия анализ с оглед повишаване ефективността на корпоративното управление. Тези направления са функция от еволюцията на мениджмънта в стопанската организация и появата на нови:

- ◆ управленски дейности в пазарни условия, като *оценката на бизнеса*,
- ◆ управленски инструменти за повишаване ефективността на стопанската дейност, като *балансираната система от показатели*,
- ◆ аналитични процедури за оценка на финансовата и стопанската дейност на предприятието и за подобрява връзката между взимането на решения, разпределянето на ресурси и цялостната работа на компанията, като *процедурата дю дилиджънс*.

Ръкописът е ориентиран към студентите в икономическите специалности, мениджърите в стопанските организации и финансовите анализатори.

Рецензент – д-р Марселен Йовоган, преподавател в СУ „Св.Климент Охридски”

1. ФИНАНСОВИЯТ АНАЛИЗ В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА

Финансовият анализ изпълнява важна, съпътстваща и подкрепяща роля в оценката на бизнеса¹, поради възможността му да разкрива тенденции в развитието на предприятието в миналото, да диагностицира сегашното му състояние и обосновава развитието му в бъдеще, както и да определя степента на деловите и финансовите му рискове. Чрез финансовия анализ се подготвя значителна част от информацията, необходима за реализиране на самата оценка. Нещо повече, той подпомага специалистите и при избора на подходящи подходи и методи за оценка².

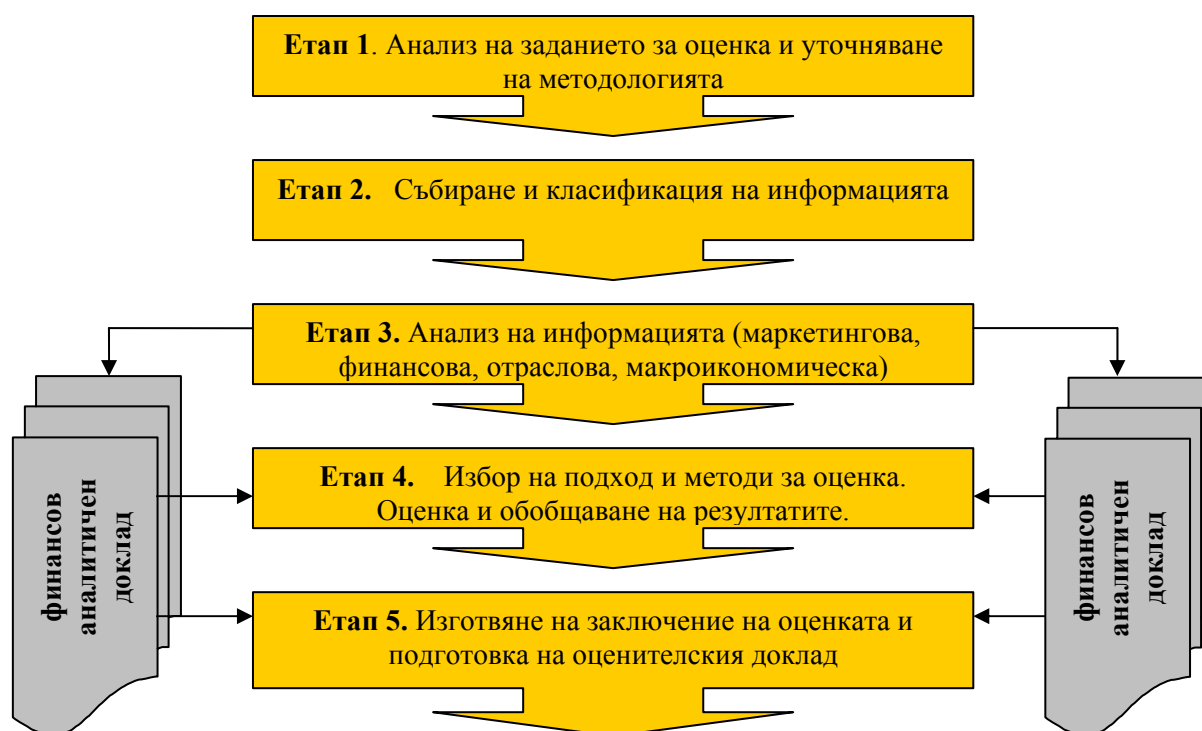
Финансовият анализ е етап от процеса на бизнес оценяването, предшестваш същинската оценителска дейност, но в зависимост от избраните подход и съответни методи той може да продължи да я съпровожда и в хода на прилагането им (вж.фиг.1). Като ключов източник на информация финансовият анализ има специфичен принос в реализиране на оценителския процес чрез прилагане на конкретни подходи.

При използване на *сравнителния подход* в бизнес оценяването, например, се избират и анализират компании-аналози, които се сравняват с оценяваното предприятие главно на основата на финансовия отчет. При това се използва, освен текуща финансова информация към датата на оценката, и ретроспективна такава, което позволява да се вземат предвид фактически достигнатите резултати в производствено-стопанската дейност на предприятието и на неговите аналози, както и да се изведат тенденции. Известно е, че цената на предприятието-аналог отразява неговите производствени и финансови възможности, пазарни позиции, перспективи на развитие. Следователно, в предприятията-аналози пазарните множители (мултипликатори) между цената им (P) и значими финансови параметри, като печалба (E), изплатени дивиденди (D), приходи от продажби (S), балансова стойност на собствения капитал (BV) трябва да позволят да се определи финансовото положение на оценяваното предприятие в конкретния бизнес сегмент.

¹ Оценката на бизнеса е процес, извършван с цел достигане до заключение за пазарната стойност на оценявания обект. Този процес интегрира теория (методология), икономически и правни знания, опит, интуиция. В оценителската теория и практика, наред с термина “оценка на бизнеса”, се използват и термините «оценка на предприятието», “бизнес оценка”. Тези термини са синоними и имат право на равностойна употреба, когато се отнасят до оценката на действащо предприятие, извършващо стопанска дейност с цел печалба.

² Оценката на бизнеса се осъществява чрез използване на три оценителски подхода – разходен, сравнителен и доходен. Те се различават по начина, по който преодоляват главното «препятствие» при определяне на стойността – времето между паричните постъпления и паричните разходи. Подходите са взаимно допълващи, но едновременното им прилагане за оценка на един и същи обект е свързано със значителни разходи на труд и време.

Приложението на *разходния подход* е свързано с предварително изясняване на платежоспособността на оценяваното предприятие и на опасността от банкрут, за да се избере подходящия метод: на ликвидационната стойност или на чистата стойност на активите. Финансовият анализ е необходим и за изчисляване на корекциите в редица параметри от баланса във връзка с нормализирането му, което е съществен елемент в технологията на бизнес оценяването.



Фиг. 1. Алгоритъм на пазарната оценка

Приложението на *доходния подход* в бизнес оценката изисква обоснована прогноза на бъдещите парични потоци в съответствие с особеностите на оценявания обект, което е осъществимо и с помощта на резултатите от финансовия анализ, както към датата на оценката, така и за ретроспективния период. Анализът в този случай позволява да се разкрият тенденциите в развитието на предприятието и е в основата на разбирането за бъдещите финансови рискове в стопанската дейност, които непосредствено влияят върху прогнозирането на приходите и разходите от дейността, върху определянето на нормите на дисконтиране и капитализация.

При определяне на връзката между финансовия анализ и оценката на бизнеса от съществено значение е да се дефинира начина на организация и посоката на

движение на информацията. Известни са три начина на организация на информацията: хронологичен, журналистически и логически³.

При *хронологичния начин* на организация на информацията информационният поток се движи от миналото към бъдещето. При такъв подход процесите в оценяваното предприятие се анализират и характеризират, започвайки с историята му. Финансовият анализ в случая е желателно да обхване ретроспективен петгодишен период от развитието на оценявания обект.

Журналистическият начин на организация на информацията разполага фактите в посока от важното към по-малко значимото. При анализа на финансовата информация този подход акцентира върху най-важните пропорции, зависимости и коефициенти без да описва цялата ретроспективна финансово-счетоводна информация.

При *логическия начин* информацията се разпределя от общото към частното или обратното. Преди ретроспективния анализ на оценяваното предприятие, например, се извършва обзор на макроикономическата среда, в която то се развива, определя се инвестиционния климат в икономиката, характеризират се външните фактори и рискове за компанията.

В оценителската практика по същество се прилага синтез от посочените три начина на организиране на информацията, за да се гарантира:

- *точна характеристика* на оценяваното предприятие като стока с инвестиционен характер, т.е. с отчитане на минали разходи, текущо състояние и бъдещ потенциал;
- *достоверна диагностика* на финансовото здраве на предприятието към датата на оценката;
- *комплексно отчитане* на състоянието на средата, в която то функционира и влиянието, което тя му оказва;
- *съответствие* между целите на оценката и информацията, необходима за постигането ѝ.

Информационният масив, необходим за извършване на оценката се организира по линията «*Макроикономика → Отрасль → Предприятие*» и най-общо може да се класифицира на външна и вътрешна информация. Външната информация

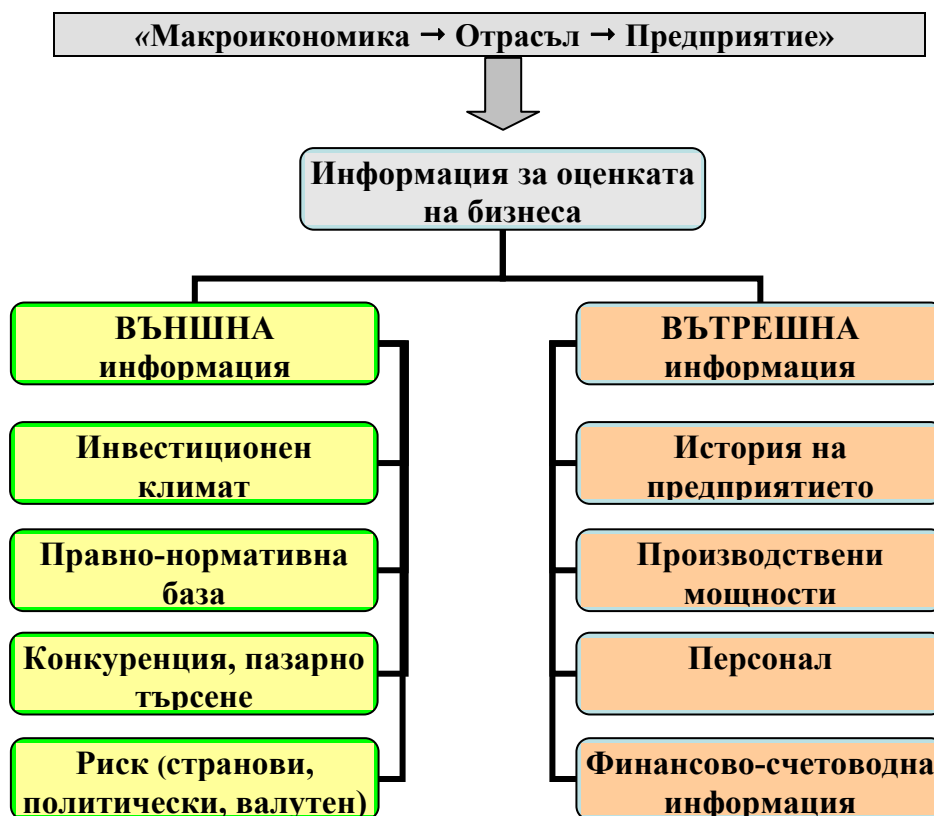
³ Вж. по-подробно „Оценка бизнеса”. 2-о переработанное и дополненное издание под ред. А.Г.Грязновой., М., Финансы и статистика, 2004, с.113

характеризира условията на функциониране на предприятието в съответния отрасъл и икономика, докато вътрешната информация пряко характеризира дейността му (вж.фиг.2).

СПЕЦИФИЧНИ ПРОБЛЕМИ НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ ЗА НУЖДИТЕ НА ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА

Задачите, решавани в хода на финансовия анализ, когато резултатите му се използват в бизнес оценяването, са свързани с:

- диагностика на реалното финансово състояние на оценявания обект към датата на оценката;
- идентифициране на резервите с оглед определяне на реалните възможности за най-доброто използване на обекта на оценката;
- разкриване на опасността от банкрут;
- определяне на реалната доходност на оценявания обект с оглед коректно прогнозиране на паричните потоци;
- обосноваване на прогнозните значения на приходите и разходите на оценявания обект, особено при използване на доходния подход;
- разкриване на силните и слабите страни на бизнеса, диспропорциите в структурата на капитала в ретроспективния период и текущо, към датата на оценката;
- определяне равнището на риска, присъщ на оценявания бизнес;
- осигуряване на финансова информация за определяне на изискуемата норма на доходност на инвестициите в конкретния бизнес сегмент;
- осигуряване на информационна основа за провеждане на сравнения с компаниите-аналози;
- разкриване степента на съответствие на финансовия отчет на оценяваното предприятие с общоприетите в отрасъла принципи на счетоводния отчет;
- коригиране на финансовия отчет за целите на оценката.



Фиг. 2. Информационна основа на бизнес оценяването

Реализирането на посочените задачи може да се затрудни от особеностите на финансовия отчет, поради това, че:

- ✓ съдържа само ретроспективна информация;
- ✓ може да включва приходи и разходи, които не са характерни за оценявания бизнес;
- ✓ стойността на активите, отразена в баланса, не съответства на пазарната им стойност;
- ✓ някои активи, като напълно амортизирани машини, съоръжения, сгради, могат да не са отразени в баланса, макар че срокът на икономическия им живот е приключил и те активно участват в производствения процес;
- ✓ не отразява реалното финансово състояние на оценявания обект поради водене на «двойно» счетоводство;
- ✓ съдържа счетоводни грешки.

Тези особености, освен че изискват одиторска проверка на използваните в оценката финансови отчети, предполагат задълбочен финансов анализ, както и извършване на серия от корекции във финансовия отчет. Процедурата по корекциите е задължителна при разработване на финансов анализ за целите на

бизнесоценяването. Известна е под наименованието *нормализиране на финансовия отчет*. Целта ѝ е да приближи отчета до икономическата реалност в конкретния бизнес сегмент и да осигури съпоставимост между ретроспективни и текущи показатели, между аналози и оценявано предприятие, както и да дефинира реалното финансово и имуществено състояние на обекта на оценката.



Корекции и нормализиране на финансовия отчет се извършват само за целите на бизнес оценяването.

Обект на корекции са показатели, които имат пряко отношение към оценката, а именно излишни, непроизводствени и случайни разходи на предприятието, лични приходи и разходи на собственика на предприятието, приходи и разходи, несвързани с дейността на предприятието или свързани с недействащи активи, с влезли в сила, но неосчетоводени съдебни решения и др. В случаите, когато приходите и разходите не са характерни за нормално действащ бизнес, същите се изключват от финансовия отчет. Могат, обаче, да се извършат и корекции, които да увеличат приходите или разходите, като например, корекции, свързани с отчитане на инфлационното изменение на цените, или увеличаване на задълженията на предприятието със суми от неосчетоводени данъчно-облагателни актове, корекции на метода за отчитане на запасите или за начисляване на амортизациите, корекции във връзка с обратно изкупуване на акции, връщане в баланса на работещи, но напълно амортизирани активи и др.⁴.

Корекциите се извършват в баланса и в отчета за доходите на оценяваното предприятие. И двата нормализирани документа се използват при извършване на оценката, независимо от прилагания подход. Конкретната технология за оценка, обаче, отдава предпочитания на един от тях:

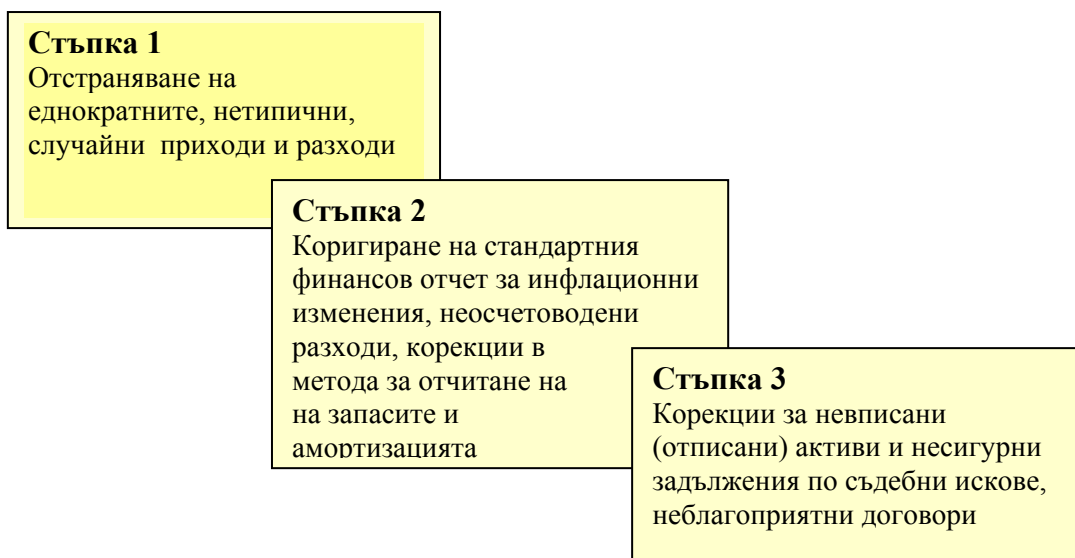
- a) при оценката по разходния подход основно внимание се отделя на коригирания баланс;

⁴ Всички корекции, които се извършват за нормализиране на финансовия отчет за целите на бизнес оценяването, подробно се описват в аналитичния доклад.

- b) при оценката по доходния подход вниманието се концентрира върху отчета за доходите, където най-пълно се представя информация за финансовия резултат;
- c) използването на сравнителния подход предполага корекции в баланса и в отчета за доходите на оценяваното предприятие и аналозите му.

КОРИГИРАНЕ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ

Цел – нормализиране на отчета

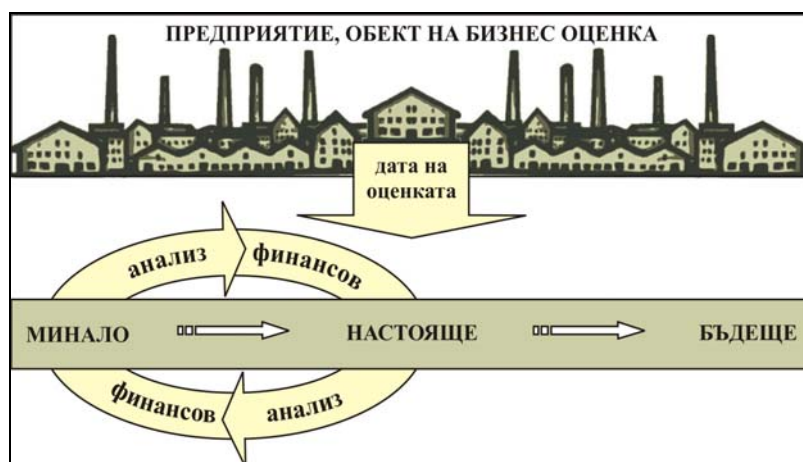


АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВОТО СЪСТОЯНИЕ ЗА НУЖДИТЕ НА ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА

Анализът на финансовото състояние е неразделна част от разработване на цялостния оценителски доклад⁵, в която се характеризира, както текущото състояние на оценяваното предприятие, така и развитието му в ретроспективния период. Изходна информация за този анализ се осигурява от баланса и отчета за доходите към датата на оценката, както и за предходните 3-5 години.

Финансовият анализ в случая има две опорни точки: *финансовия отчет* и *финансовите коефициенти*.

⁵ Вж. В.Касърова, С.Башева, С.Ангелов. Практикум по бизнесоценяване, Приложение № 5, НБУ, С., 2004, с.37-38



Анализът на *финансовия отчет* се концентрира върху:

- a) вертикалния анализ на отделните раздели и статии на баланса и отчета за доходите, за да се характеризира имуществената структура, структурата на средства и техните източници в предприятието, делът на най-ликвидните активи;
- b) хоризонталния анализ на отчетите за няколко години преди датата на оценката, за да се идентифицират основните тенденции и темпа на растеж на приходите от продажби и печалбата, и на тази основа да се прогнозира изменението на отделни показатели в бъдеще. По този начин се създават условия за прилагането на доходния подход в бизнесоценяването;
- c) силните и слабите страни на предприятието, които влияят върху инвестиционната му привлекателност.

Финансовите коефициенти са другият акцент в анализа на финансовия отчет за нуждите на бизнесоценяването. Използването им позволява да се повиши качеството на оценката и да се формира обективно заключение за финансовото състояние на предприятието. Голямото им предимство е, че правят възможно, поради относителния им характер, провеждане на сравнения с общоприети стандарти, средноотраслови норми или ретроспективни редове.

В предходното изложение отбелязахме огромно разнообразие на финансови коефициенти. Използването на целия този спектър е нецелесъобразно и много трудоемко. В тази връзка логичен е тук въпросът за количеството показатели, което да е достатъчно, за да се направи точен, убедителен и обоснован финансов анализ, подпомагащ избора на подходи и методи за оценка, както и извършване на самата оценка. Ясно е, че количеството им трябва да бъде минимално, но не за сметка на качеството на анализа. В икономическата литература не съществува препоръчителен

набор от финансови коефициенти за нуждите на бизнесоценяването. В повечето случаи, без обосновка, се предлагат от 7 до 15 финансови коефициента.

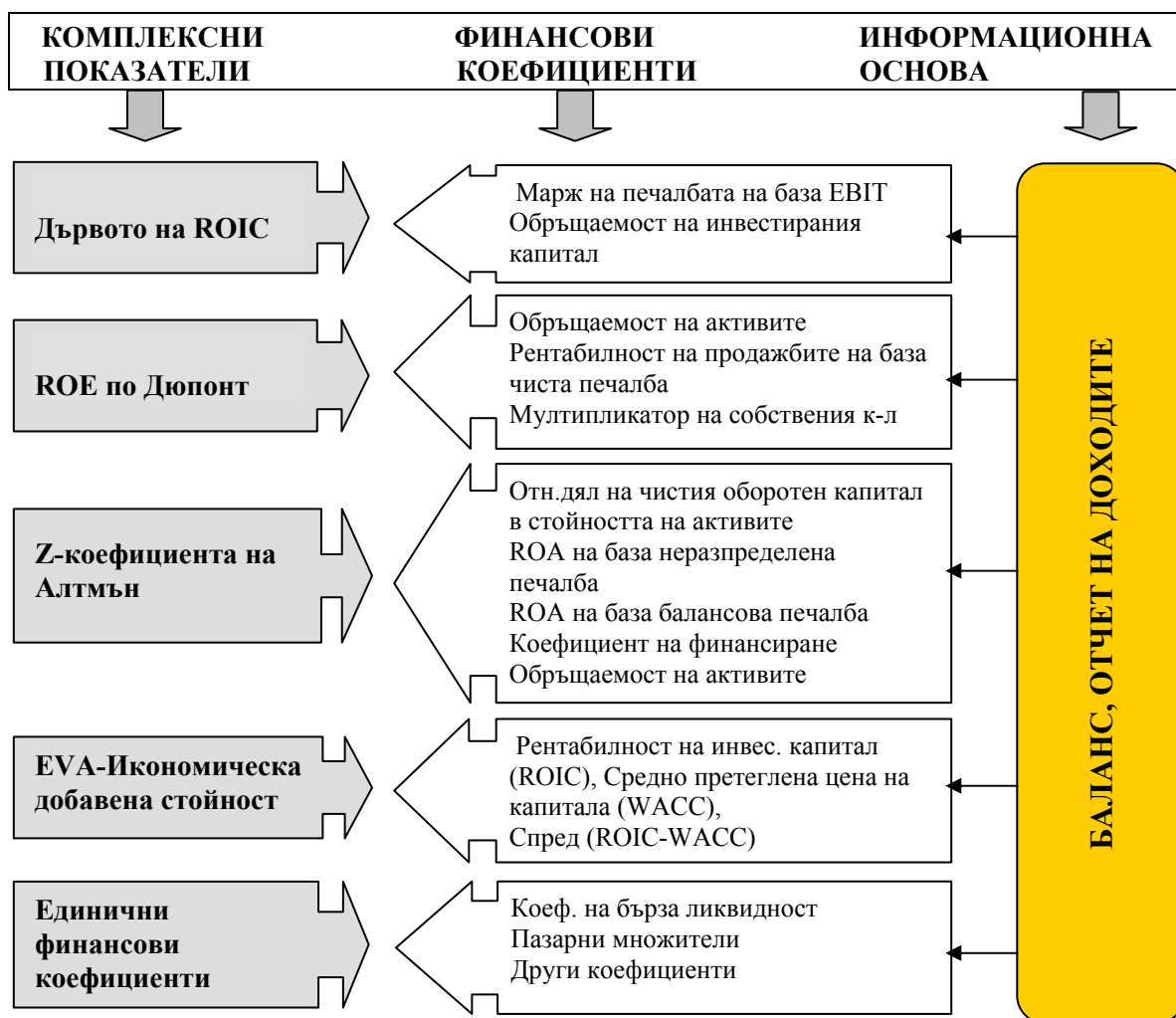


Финансовите коефициенти, които трябва да се използват за анализ на финансовото състояние на оценяваното предприятие, би трябва да представляват цялостна система, т.е. да не си противоречат, да не се дублират и да не оставят «бели петна» при характеристиката на оценяваното предприятие. Те трябва да позволят да се определи доколко компанията се управлява ефективно, как използва имуществото си и каква е структурата му, доколко рационално съчетава собствените и привлечените финансови ресурси, ефективно ли използва собствения си капитал, каква е възвращаемостта на активите, нормални ли са отношенията ѝ с кредитори, бюджет, акционери, персонал и т.н. Показателите трябва да са с ясен икономически смисъл и слаба корелация помежду си.

Примерен списък на показателите за разработване на ефективен финансов анализ за целите на бизнес оценката е представен в фиг.3. Той включва:

(1) *комплексни финансови показатели*, интегриращи първични финансови коефициенти, като Рентабилност на собствения капитал (ROE) по модела ДюПонт; Рентабилност на инвестиция капитал (Дървото на ROIC); Z коефициента на Алтмън; Икономическа добавена стойност (EVA);

(2) *единични финансови коефициенти*, чрез които списъкът може да бъде допълван и разширяван според спецификата на оценявания обект.



Фиг. 3. Основни показатели за финансов анализ за нуждите на бизнес оценката

Резултатите от финансовия анализ влияят пряко върху избора на подходи и методи за оценка (вж. таблица 1). От друга страна, за да се приложи избраният метод е необходимо във финансовия анализ на оценяваното предприятие да се съдържат определени сведения, разчети и заключения, които да формират цялостна и комплексна представа за реалното финансово състояние на предприятието и неговите перспективи.

Например, при изготвяне на оценка по доходния подход на аналитичния етап трябва ясно да са идентифицирани тенденциите в развитието и потенциала на предприятието, а това предполага анализ на финансовото му поведение в ретроспективен период от 3-5 години и към датата на оценката. Този анализ е насочен към диагностициране на фактическото състояние на предприятието и определяне степента на финансов риск. Последният е градивен елемент в разчетите

на нормата на дисконтиране, чрез която бъдещият паричен поток се превръща в настояща стойност.

Таблица 1. Взаимовръзка между финансовия анализ и избора на подходи и методи за оценка

Резултати от финансовия анализ на оценявания обект	Подходящи подходи и методи за оценка
1. Предприятието е със значителни материални активи, действащо и в добро «финансово здраве»	Разходен подход: <i>Метод на чистата стойност на активите</i>
2. Предприятието е в криза, динамиката на финансовите му показатели е негативна, платежоспособността не подлежи на възстановяване	Разходен подход: <i>Метод на ликвидационната стойност</i>
3. Динамиката на финансовите показатели е положителна, доходите са стабилни с равномерен темп на нарастване, очаква се постоянен ръст на печалбата от развитието на предприятието в бъдеще	Подход на дохода: <i>Метод на капитализирания доход за един период</i>
4. Устойчиво финансово положение, бъдещият поток от функционирането на предприятието съществено се отличава от текущия и е положителна величина	Подход на дохода: <i>Метод на дисконтирания паричен поток</i>
5. Финансовият анализ обхваща, освен оценяваното предприятие, и предприятия-аналози, които се търгуват на фондовата борса или са претърпяли смяна на собственика	Сравнителен подход: <i>Метод на сделките и Метод на капиталовия пазар</i>

В оценката по сравнителния подход също се използва ретроспективна аналитична информация на базата на баланса и отчета за доходите, за да се очертае спектъра от фактически постижения в дейността на оценявания обект. Те се сравняват с постиженията на предприятия-аналози, които също са обект на подробен финансов анализ, за да се потвърди аналогичността им с оценяваното предприятие.

Оценката по разходния подход до голяма степен зависи от направените в миналото разходи по изграждане на предприятието, отразени във финансовия му отчет. Анализът трябва да даде отговор на въпроси, свързани с целесъобразността и ефективността на тези разходи и на изградената имуществена структурата, с възможността предприятието да остане действащо и в бъдеще, за да се остойности ползата от притежаването му.

2. ФИНАНСОВИЯТ АНАЛИЗ КАТО ЕЛЕМЕНТ НА ПРОЦЕДУРАТА ПО ДЮ ДИЛИДЖЪНС

Дю дилиджънс (Due diligence - DD) е специфична аналитична процедура за оценка на финансовата и стопанската дейност на предприятието, защитаваща инвеститора от неприятни изненади след реализиране на инвестицията. Съществуват много и различни преводи на този лаконичен английски термин¹, но най-адекватен е изразът “всестранно изследване на достоверността на предоставената информация”.

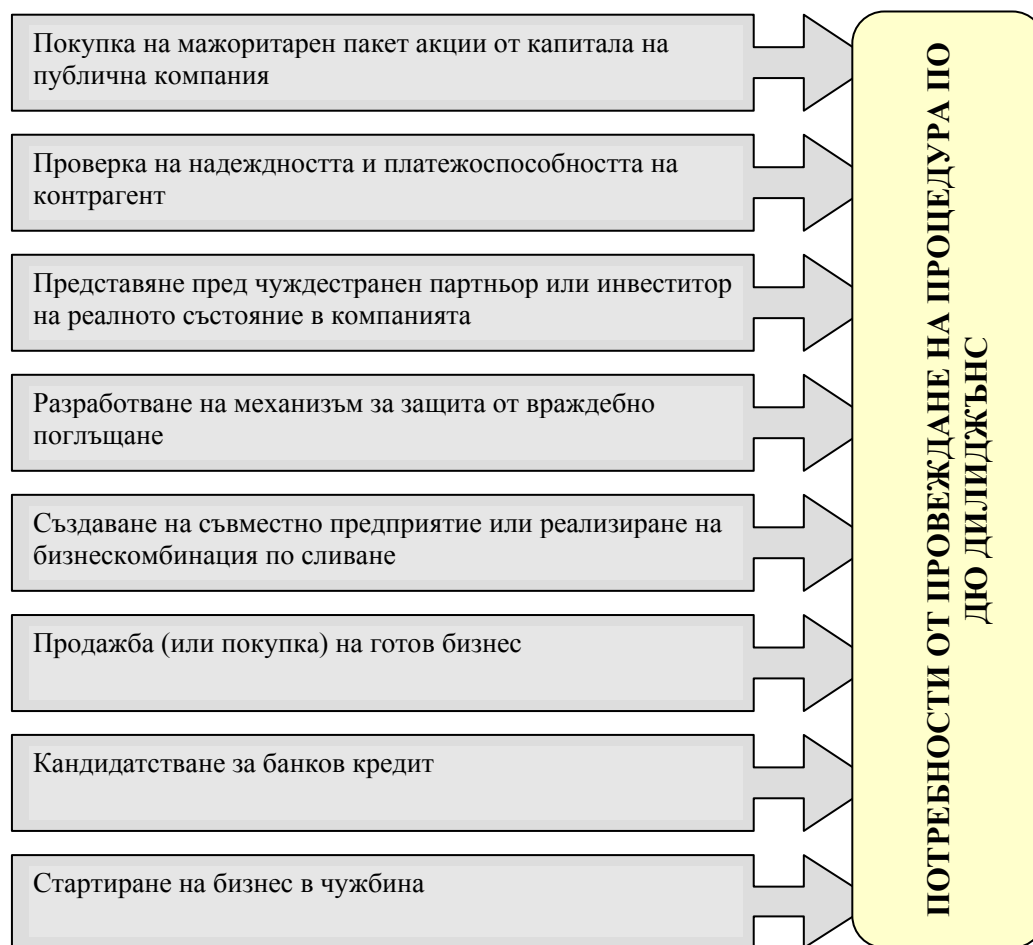
Целта на дю дилиджънса е да се потвърдят материалните факти преди да се сключи договор за покупка или продажба на актив. В процеса на дюлиджънса потенциалният купувач оценява компанията, която е негова цел за придобиване. Сферите на интерес при дю дилиджънса могат да бъдат финансовата, правната, трудовата и данъчната, както и всяка друга дейност, която е важна за бизнеса.

Първоначално терминът дю дилиджънс се използва в консултантския бизнес, свързан с банковата практика. Смисълът му се свеждал до събиране и анализ на информация за потенциални и реални клиенти и партньори, с оглед защита на интересите и собствеността на банките, както и за предпазване от загуби. Днес тази процедура намира широко приложение в други области на стопанския живот. Извършва се от екипи, съставени от финансови анализатори, одитори и юристи.

Потребност от дю дилиджънс възниква най-често при сделки по приватизация, сливания, придобивания, поглъщания, осъществяване на големи инвестиционни проекти. Целта е да се потвърдят материалните факти преди да се вложат инвестициите. Чрез тази процедура потенциалният инвеститор оценява обекта на инвестиционните си намерения, съпоставяйки ги с възгледите на мениджмънта на компанията.

¹ В теорията и практиката терминът се превежда като “необходимо старание”, “внимателно наблюдение”, “проверка на необходимата добросъвестност” и др.

СЛУЧАИ, В КОИТО Е НЕОБХОДИМА ПРОЦЕДУРА ПО ДЮ ДИЛИДЖЪНС



Различните заинтересовани от провеждане на дю дилиджънс страни си поставят специфични цели при осъществяването му⁶, видно от таблица 2.

Таблица 2. Цели на потребителите, заинтересовани от дю дилиджънс

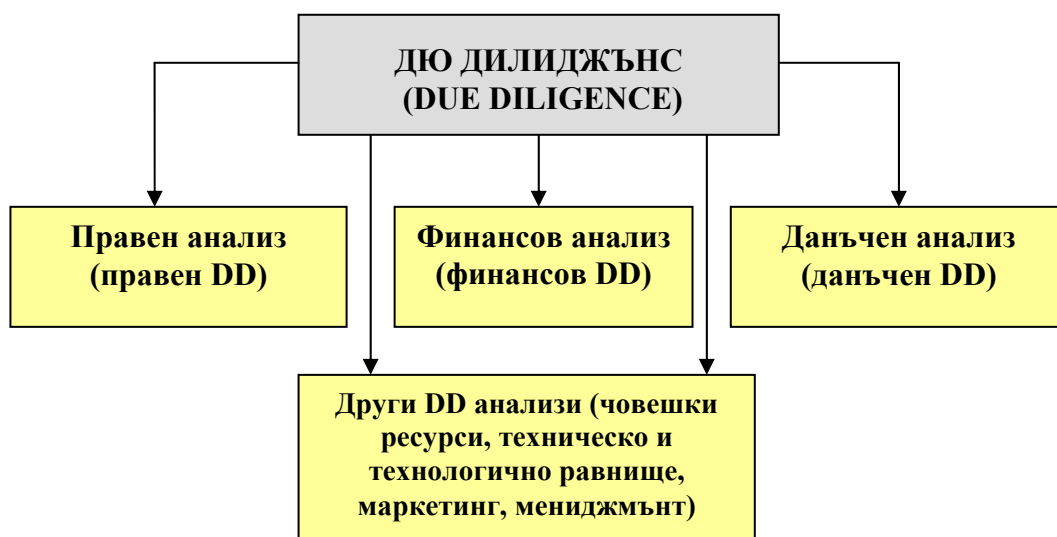
Кому е нужен дю дилиджънс	Специфични цели
Стратегически инвеститор	Приемане на окончателно решение за инвестиране
Търговска банка	Проучване на бизнеса и финансовото състояние на потенциален кредитополучател
Поглъщаща компания	Оценка на поглъщания обект за определяне риска от сделката и стойността на поглъщането; получаване на максимално пълна информация за обекта на предстоящата инвестиция и за неговите пазарни позиции
Стопанска организация	Наличието на такъв анализ е добър знак за потенциалните инвеститори, че мениджмънтът е готов за открит диалог с тях

⁶ О.Нетькша. Due Diligence: кем, когда и зачем применяется. Источник: <http://www.gaap.ru/biblio/audit/rating/053.asp>

Дю дилиджънс, като процедура, е недооценена в управленската практика, но правилно осъществена, може да доведе до отказ от сключване на сделка. Макар че професионално реализираното проучване не може да отстрани всички рискове, то позволява те значително да се намалят, защото процедурата:

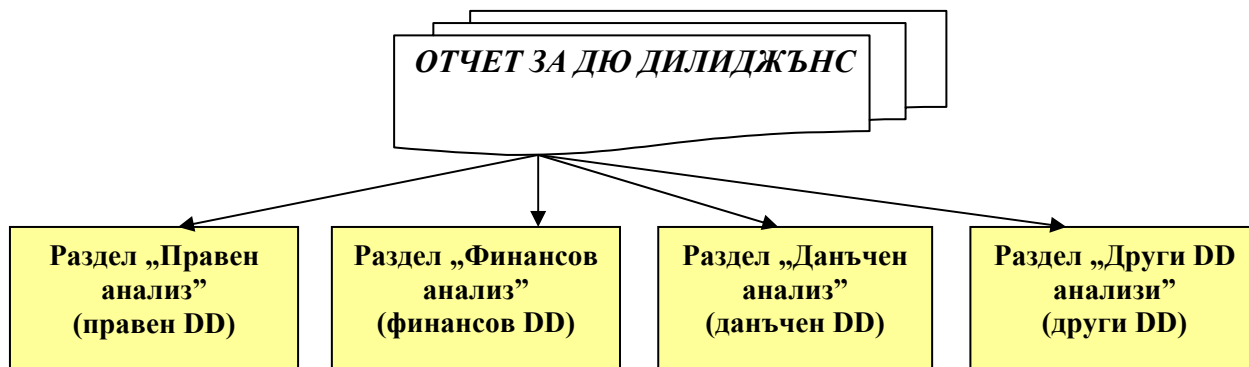
- идентифицира проблемите в стопанската организация, от която се интересуват инвеститорите, за да се избегнат грешки при сделката;
- събира много и разнообразна информация, която дава възможност за реална оценка на ситуацията в предприятието;
- разкрива съответствието между критериите на инвеститора и състоянието на организацията.

Дю дилиджънс е многопластова операция, която изследва законността, инвестиционната и търговската привлекателност на предприятието с цел удостоверяване отсъствие на неточности, двусмислени тълкувания и пропуски в предоставената на бъдещия инвеститор информация за предприятието. Процедурата обхваща проучване на предприятието, неговия мениджмънт, на сключените договори и финансовите отчети, съставяне на различни сценарии за бъдещото му развитие, изследване на отраслите и пазарите, на които предприятието функционира (вж.фиг.4).



Фиг. 4. Съдържание на процедурата по дю дилиджънс

Анализите, разработвани при провеждане на процедурата, се оформят като „Отчет за дю дилиджънс” (фиг.5).



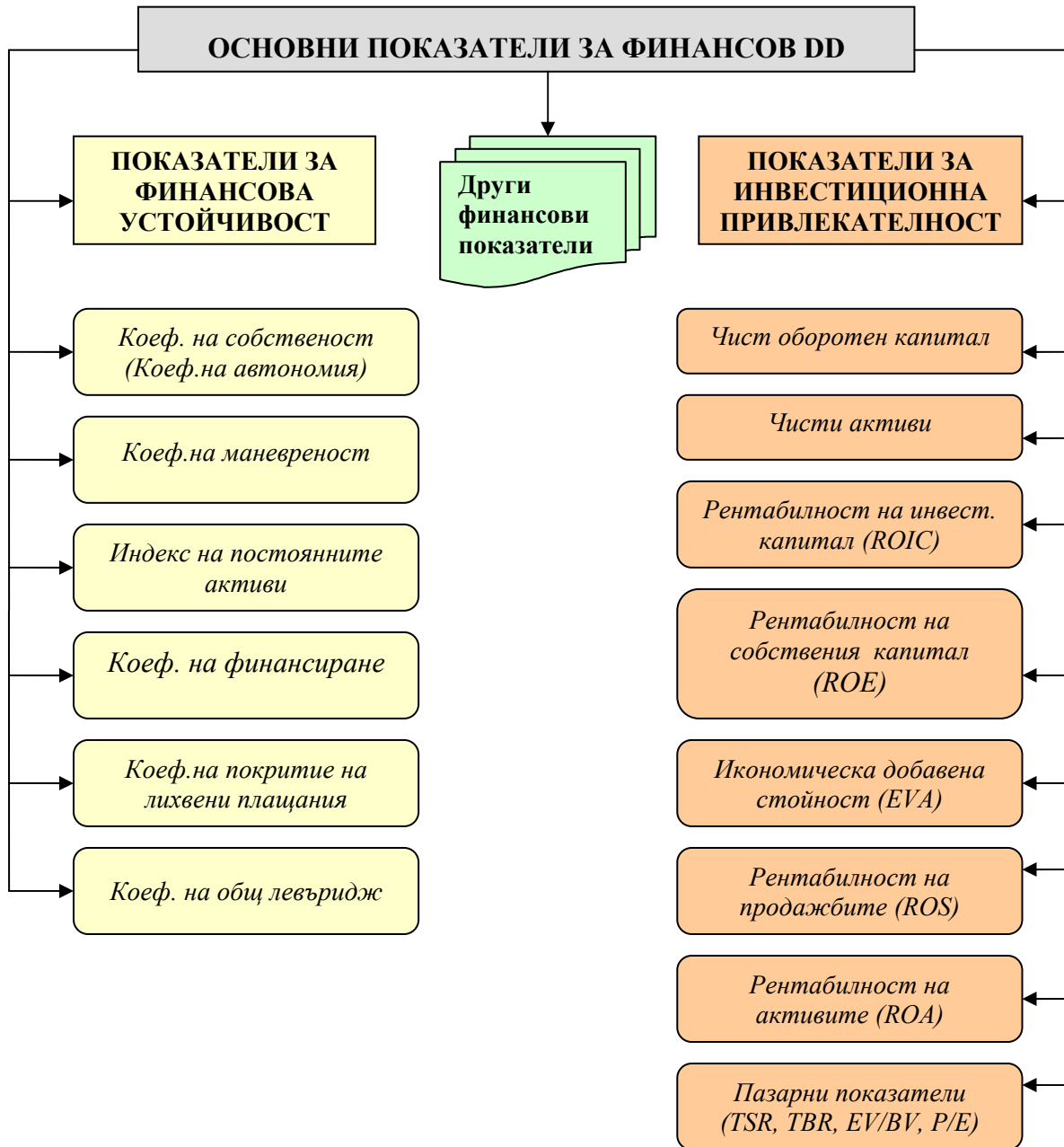
Фиг.5. Съдържание на отчета за дю дилиджънс

ФИНАНСОВ ДЮ ДИЛИДЖЪНС

Финансовият дю дилиджънс (Financial Due Diligence - FDD) представлява анализ на финансовата надеждност и устойчивост на предприятието. Той отразява текущата финансова ситуация в дружеството, финансовите потоци и финансовите рискове, свързани с дейността на компанията. При разработването му се:

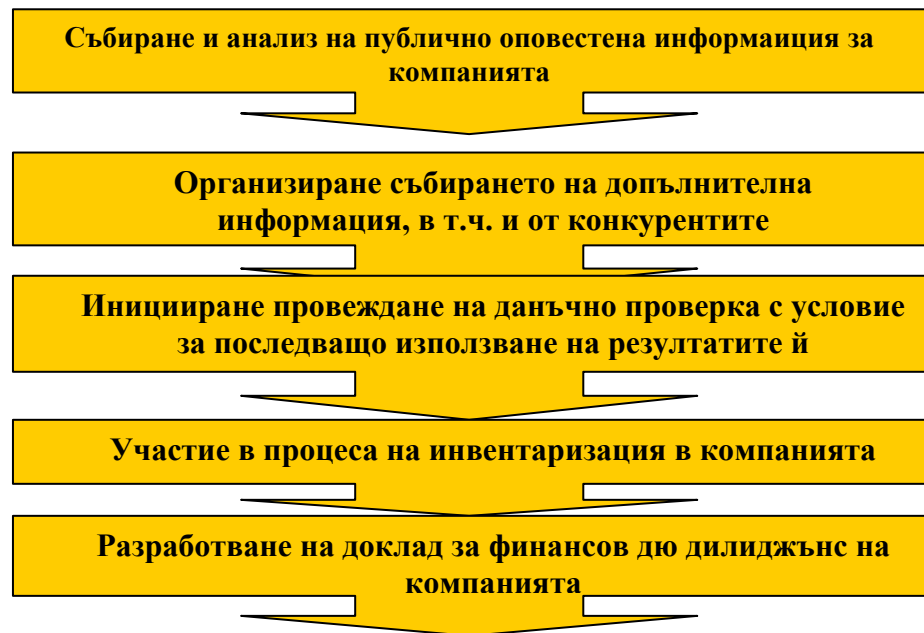
- анализира имущественото състояние на компанията, нейните приходи, разходи, финансови коефициенти и системата за финансово планиране и контрол;
- изследва финансовото състояние на компанията, като особено внимание се отделя на проучване на доходността, на активите и пасивите на предприятието;
- провежда проверка на достоверността на данните от счетоводния отчет, на надеждността на финансовата структура и вътрешната система за контрол;
- проверява съдържанието и пълнотата на отразяване във финансовия отчет на информацията за дебитори и кредитори;
- анализират условията на плащания с доставчици и подизпълнители, в т.ч. извършени плащания, предоставени услуги, съмнителни сделки, неотчетени обстоятелства, договори и споразумения;
- извършва сравнителен финансов анализ за ретроспективен период;
- изследва задлъжнялостта на компанията, в т.ч. причина за възникване, условия на договорите за кредит, парични потоци за покриване на задълженията;
- анализират рискове, свързани със скрити задължения (данъчни, договорни), загуба на активи след реализиране на инвестицията и др.

Показателите, чрез които се осъществява финансов дял дилидженс се избират от анализаторите, но във всички случаи акцентът се поставя върху показателите за инвестиционна привлекателност и финансова устойчивост на компанията, към която е насочен инвестиционния интерес (вж. фиг.5).



Фиг. 6. Примерни показатели за финансов дял дилидженс

Безусловно, във всеки конкретен случай съществуват специфични особености на провеждане на процедурата по финансов дял дилидженс, но може да се изведе общ алгоритъм на провеждането му (фиг. 6).



Фиг.7. Окръпнен алгоритъм на финансов дю дилидънс

Във всеки от посочените етапи се използва специфична информация и набор от документи, които условно могат да се класифицират в две групи – вътрешни и външни. Вътрешните документи се предоставят от компанията, обект на дю дилидънс. Това са:

- 1) Корпоративни документи (актуален устав, регламенти, регистрации и др.)
- 2) Финансови отчети, т.ч. баланс, отчет за доходите, за паричния поток, за собствения капитал и пояснителните записки към него за последните 3-5 години
- 3) Технически отчети за научно-изследователски разработки, изпълнявани от организацията
- 4) Собствени пазарни изследвания, стратегически планове и сценарии за развитие
- 5) Описи на основни нематериални активи (патенти, търговски марки и наименования, лицензии, авторски права, ноу-хау и др), притежавани от организацията.
- 6) Описи на материалните активи и документи, доказващи правата на собственост върху тях

- 7) Договори, в т.ч. за доставки, аренда, франчайзинг, лизинг, кредитни договори, за продажби и гаранция на продукцията, трудови договори и др.
- 8) Съдебни дела, които могат негативно да се отразят на бизнеса в компанията.

Външната информация осигурява данни за позицията на компанията на капиталовия пазар, пазарния ѝ дял, перспективите на развитие на бизнес сектора и на конкуренцията. Като източници на външна информация се използват професионални асоциации и правителствени агенции, собствените бази данни на анализаторите и на инвеститора.

Независимо от произхода, в процедурата по дю дилиджънс трябва да се използва качествена информация – това е фундаментално условие при подготовката и вземането на всички управленски решения, и особено на инвестиционните.

Резултатите от финансовия дю дилиджънс се оформят като отчет със следната примерна структура:

1. Въведение
2. Кратко представяне на резултатите (резюме)
3. Финансов отчет, информационни системи и прилагани счетоводни стандарти
4. Резултати от стопанската дейност
5. Движение на паричните средства
6. Данъци
7. Перспективи
8. Други въпроси

Този отчет е един от разделите на цялостния доклад за проверката на достоверността на предоставената на инвеститора информация за съответната компания. Благодарение на него заинтересованите страни могат да получат цялостна представа за финансовото състояние на компанията, в която имат намерение да инвестират.

3. ФИНАНСОВИЯТ АНАЛИЗ В БАЛАНСИРАНАТА СИСТЕМА ОТ ПОКАЗАТЕЛИ

Балансираната система от показатели (Balanced Scorecards - BSC) е универсална технология за стратегическо, гъвкаво и ефективно управление на стопанската организация чрез съвкупност от показатели, отразяващи финансовите и нефинансовите аспекти на дейността ѝ. Тя обвързва стратегията на компанията с ежедневните ѝ функции чрез постоянен контрол върху реализацията на стратегическите цели.⁷

Наименованието на системата отразява равновесието, което се осигурява чрез прилагането ѝ, между краткосрочните и дългосрочните цели, финансовите и нефинансовите показатели, основните и спомагателни параметри, между външните и вътрешните фактори на стопанската дейност. Списание "Harvard Business Review" наричат тази концепция един от най-съществените приноси в управленската практика за последните 75 години. В световната икономика BSC се прилага в повече от половината компании от списъка на Global-1000 (по данни на Bain&Company), а също така в над 400 компании от списъка на Fortune-500 (по данни на Fortune).

BSC е изградена върху два основни принципа: *първо*, използването само на финансови показатели в управлението на компанията е неефективно и не може да осигури икономическия ръст на организацията, и *второ*, разрывът между стратегията и тактиката в управлението на компанията придобива критични размери, поради което трябва да се намерят пътища и инструменти за преодоляването му.

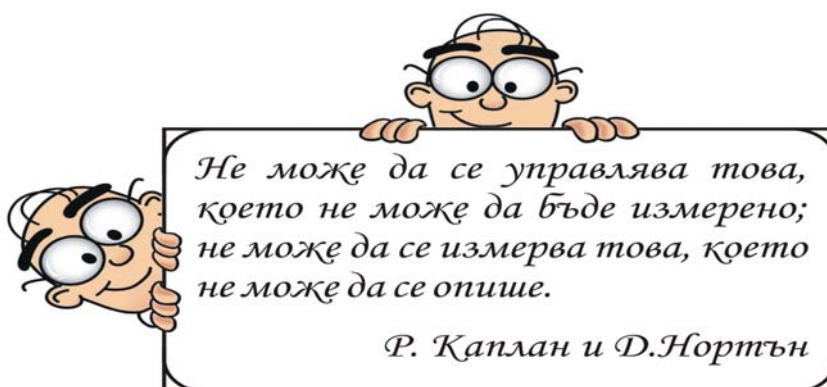
Системата ориентира ръководството на компанията към адекватно стратегическо развитие, в отличие от традиционното управление, което е съсредоточено главно върху финансовите показатели. По същество, BSC променя мястото на финансовите показатели в управлението на компанията, акцентирайки върху нефинансовите показатели за ефективност и създавайки възможност за оценка на трудно поддаващи се на измерване аспекти от стопанската дейност като степен на лоялност на клиентите, иновационен потенциал на фирмата и др. За да поясним тази нова ситуация, ще си послужим с пример.

⁷ Идеята за използването на балансирана система от показатели като инструмент за управление на ефективността на компанията е предложена през 1992 г. от американските консултанти Роберт Каплан и Дейвид Нортон. Те наричат своята концепция «Balanced Scorecard» (BSC), за да подчертаят балансираността («Balanced») на системата, която трябва чрез система от показатели («Scorecard») да въплъти в реалността мисията на компанията и да обвърже стратегията с оперативната ѝ дейност.

Да предположим, че главната цел на една компания е увеличаване на печалбата. За достигането ѝ мениджърите трябва да вземат решение да увеличат продажбите или да намалят разходите. Намаляването на разходите се измерва чрез съответни показатели и се отразява във финансовия отчет. Но информация за това, как да се продаде повече, не се съдържа в стандартната отчетност. В случая е необходимо да се оценят такива нематериални активи като лоялност и удовлетвореност на клиентите, заинтересованост и квалификация на персонала, време за утвърждаване на новия продукт на пазара, пазарен дял и др.

Игнорирането на нематериалните активи е характерно за краткосрочното планиране в предприятието и е често срещана практика в съвременния мениджмънт. Чрез финансово ориентираните показатели мениджърите се концентрират върху краткосрочната печалба, а не върху дългосрочната полза. Така се стимулира отказ от дългосрочни инвестиции, свързани с модернизация на оборудването, обучение на сътрудниците, развитие на изследванията. Следователно, съсредоточаване на вниманието на мениджмънта само върху финансовите показатели не дава пълна картина за състоянието на предприятието и не позволява да се разработи точна прогноза за развитието му. Необходимо е да се използват и нефинансови показатели, които да допълнят финансовите измерители и да са логически свързани с тях.

В измерване характеристиките на всички фактори, от които зависи успеха на компанията, е същността на BSC. Благодарение на това тя може да даде отговор на значими за развитието на организацията въпроси като кои са ключовите бизнес процеси върху усъвършенстването на които трябва да се съсредоточи компанията, за да може до потребителя да достигнат предложенията ѝ; откъде се получава ръст на доходите и какви клиенти го осигуряват; в кои направления трябва да се направят инвестиции и да се насочат усилията за развитие на персонала, вътрешните системи и корпоративната култура.



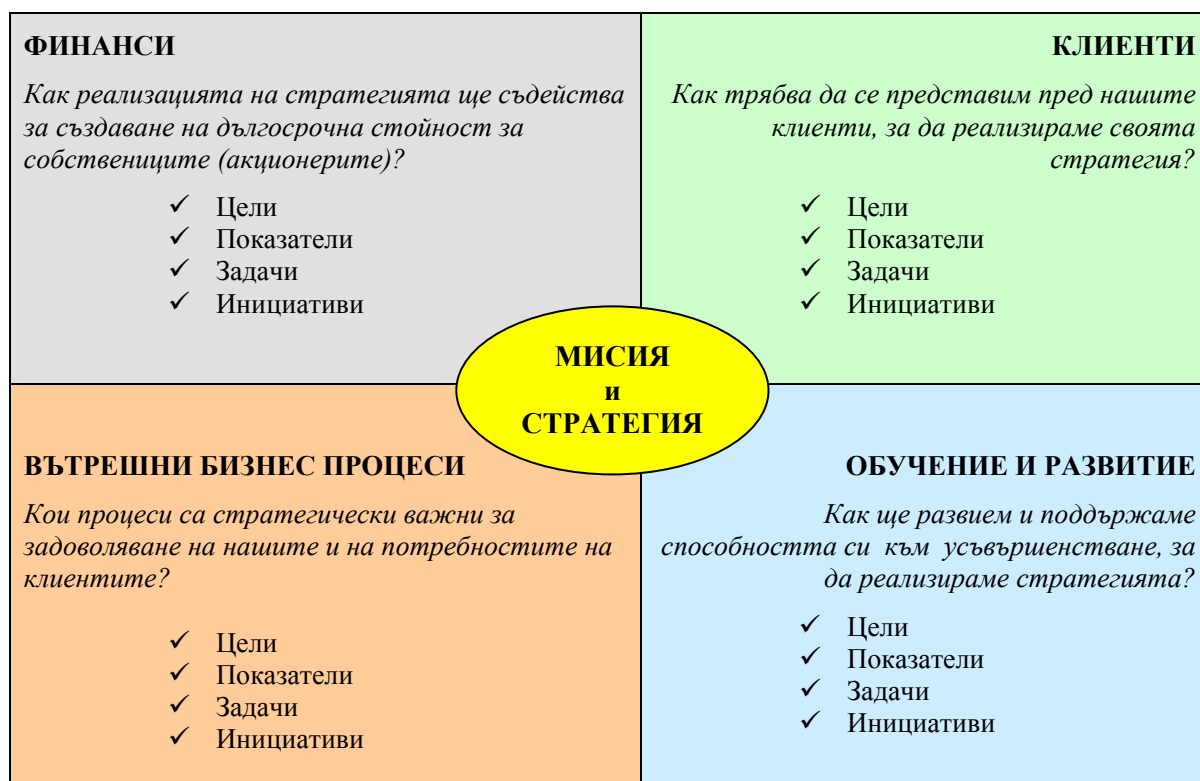
BSc разглежда дейността на компанията в четири основни направления (перспективи) (таблица 3). Благодарение на тях се създава баланс между краткосрочните и дългосрочните цели, между желаните резултати и механизмите за постигането им. Всяко направление съдържа ключов въпрос, с който то се асоциира. Отговорите на тези въпроси са целите, достигането на които свидетелства за степента на реализиране стратегията на компанията. Между четирите направления съществуват причинно-следствени връзки (фиг.8).

Таблица 3. Направления на BSc

Направления на BSc	Ключов въпрос
Финанси	Как реализацията на стратегията ще съдейства за създаване на дългосрочна стойност за собствениците (акционерите)?
Клиенти	Как трябва да се представим пред нашите клиенти, за да реализираме своята стратегия?
Вътрешни бизнес процеси	Кои процеси са стратегически важни за задоволяване на нашите и на потребностите на клиентите?
Обучение и развитие	Как ще развием и поддържаме способността си към усъвършенстване, за да реализираме стратегията?

Логиката на обособяването на четирите перспективи е проста. За да се постигнат определени финансови резултати, т.е. за да се реализират стратегическите финансови цели, е необходимо да се завладеят определени пазарни позиции (елемент „Клиенти”), което е възможно чрез въвеждане на нови и усъвършенстване на съществуващите бизнес процеси (елемент „Вътрешни бизнес процеси”). Преобразованията в организацията могат да се реализират с обучен и мотивиран персонал (елемент „Обучение и развитие”).

Особено внимание в BSC заслужават *показателите*, чрез които всяка от перспективите получава своя количествен израз. Те формират базата за вземане на решения и са насочени към постигане на стратегическите цели на компанията. Между показателите, участващи в BSC, съществува причинно-следствена връзка. Всички показатели са свързани с финансовите резултати от дейността на компанията. Критериите, на основата на които се подбират, са: (1) връзка със стратегията на организацията, (2) количествен израз, (3) достъпност на информацията за изчисляването им, (4) устойчивост, (5) интегрираност, (6) яснота, (7) адекватност и др.



Фиг. 8. Структура на BSc на Каплан и Нортън

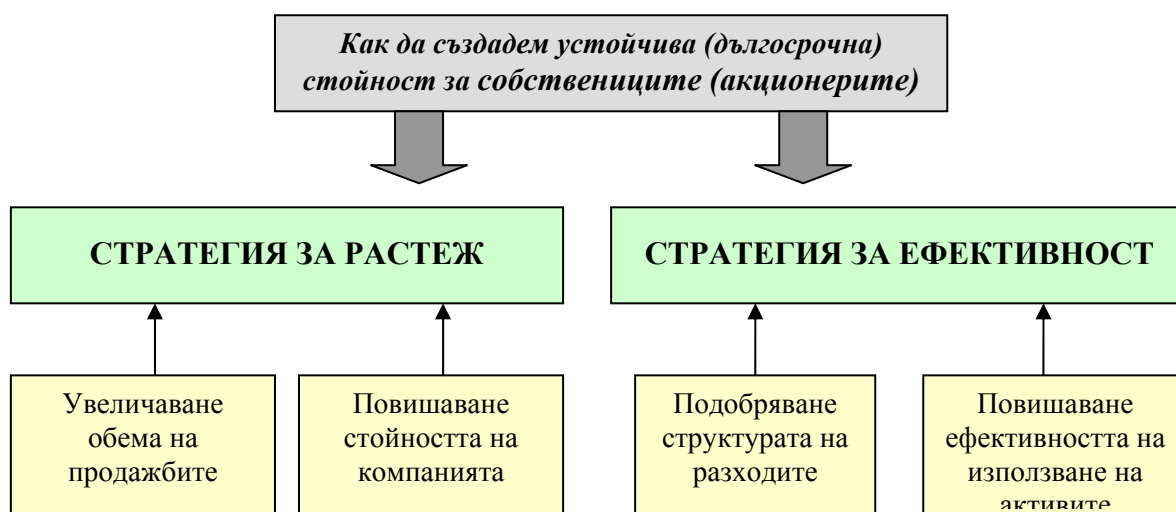
Таблица 4. Примерни показатели в BSC

ФИНАНСИ	КЛИЕНТИ
Активи общо (хил.лв.) Активи общо на един сътрудник (хил.лв.) Приходи/Активи общо (%) Приходи на един сътрудник (хил.лв.) Приходи от нови продукти (клиенти) (хил.лв.) Печалба/Активи общо (%) Печалба на един сътрудник (хил.лв.) Рентабилност на инвестиция капитал (%) Рентабилност на собствения капитал (%) Цена на инвестиция капитала (%) Паричен поток (хил.лв.) Икономическа добавена стойност (хил.лв.) Коеф. на ликвидност (%)	Пазарен дял (%) Количество клиенти (чов.) Време, изразходвано за един клиент (час) Индекс на лоялност на клиентите (%) Индекс на удовлетвореност на клиентите (%) Индекс на удовлетвореност на дистрибуторите (%) Темп на нарастване на продажбите (%) Годишни продажби на един клиент (хил.лв.) Парична добавена стойност (хил.лв.) Рентабилност на един клиент (%) Количество рекламации (бр.) Количество на постоянните клиенти (бр.)
ВЪТРЕШНИ БИЗНЕС ПРОЦЕСИ	ОБУЧЕНИЕ И РАЗВИТИЕ
Административни разходи (хил.лв.) Обръщаемост на запасите (%) Време за подготовка на производството (дни) Време за разработване на нови продукти (дни) Обръщаемост на материалните запаси (дни) Стойност на административните грешки (хил.лв.) Производствени разходи за преработка на условна единица суровина (лв.) Разходи за закупуване и доставка на условна единица суровина (лв.) Дял на бракуваната продукция (%) Дял на високотехнологичното оборудване (%)	Коеф. на текучество на персонала (%) Ежегодни разходи за обучение на един зает (лв.) Индекс на удовлетвореност на един зает (%) Брой рационализации на един зает годишно (бр.) Дял на новите продукти в приходите от продажби (%) Дял на обучения персонал през годината (%) Дял на разходите за обучение в себестойността (%) Дял на сътрудниците с висше образование (%) Равнище на автоматизация (%)

ФИНАНСИ И ФИНАНСОВ АНАЛИЗ В BSc

Ролята на финансите в BSc е да се преведат, чрез подходящи показатели, стратегическите цели на предприятието на езика на собствениците на капитала му като се даде еднозначен отговор на въпроса „*Как да създадем устойчива (дългосрочна) стойност за собствениците (акционерите)*”. Този отговор е свързан с реализиране на конкретни стратегически цели, произтичащи от финансовите очаквания на инвеститорите за увеличаване на благосъстоянието им чрез повишаване пазарната стойност на капитала. В случая става дума за (фиг. 8):

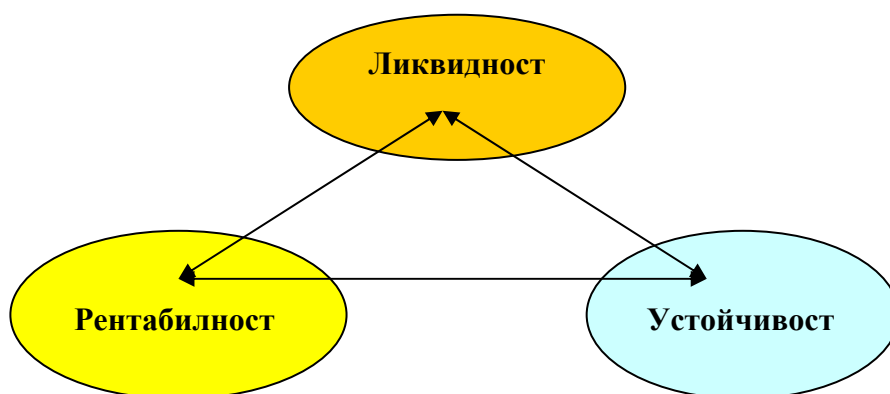
- a) *стратегия за растеж* (развитие на нови източници на приходи и печалби, нови пазари, продукти и клиенти)
- b) *стратегия за ефективност* (намаляване на разходите и повишаване на производителността, реализиране на синергиен ефект от използване на производствените мощности).



Фиг. 9. Дърво на перспективата „*Финанси*” в BSc

Независимо от предмета на дейност на компанията или бизнес сектора, към който тя принадлежи, посочените стратегии определят пътищата, по които всяка организация възнамерява да е полезна на собствениците/акционерите и на останалите заинтересовани от развитието ѝ лица – клиенти, персонал, мениджмънт. Със стратегиите трябва да осигури непрекъснато движение на финансите в магическия финансов триъгълник (фиг.10), защото те са кръвоносната система на компанията. Без кръвоносна система човешкият живот е немислим, без финанси стопанската дейност е невъзможна!

Връзката между стратегията и финансовата перспектива на BSC се постига чрез равновесие между растежа и производителността – два противоречиви фактора от гледна точка на времето. За реализиране на ръст в организацията е необходимо повече време (дългосрочна цел), отколкото за повишаване на производителността (краткосрочна цел). Уравновесяването се постига чрез балансираната система от показатели, в която финансовите показатели си използват като едно от средствата за постигане на общия успех на компанията под формата на ръст на стойността ѝ, а не само като инструмент за предпазване от загуби и банкрут.



Източник: Фридаг Х.Р., В.Шмидт. Сбалансираная система показателей – руководство по внедрению. Омега –Л, М., 2006, с.192

Фиг.10. Магически финансов триъгълник

Финансите са традиционен елемент в BSC, тъй като финансовата гледна точка много години доминира в оценката на текущото състояние на компанията (*балансов отчет*) и на резултатите от дейността ѝ (*отчет за доходите*). В структурата на BSC финансите имат специфична позиция, предопределена от факта, че без стабилно превишаване на приходите над разходите, компанията дълго не може да просъществува. Логично е, при такава постановка, перспективата «Финанси» да се третира като първа сред равни по отношение на останалите перспективи – „Клиенти”, „Вътрешни бизнес процеси”, „Обучение и развитие”, което предопределя позицията ѝ на начална и крайна точка в осъществяването на стратегическото управление чрез BSC. По този начин не само, че не се отрича важността на финансовата информация, но се допълва финансовата гледна точка с редица други показатели, позволяващи да се „балансира” общия поглед върху резултативността от дейността на компанията.

Внедряването на управленската технология на BSC, в която перспективата „Финанси” има специфична роля и място, предполага:

Първо, анализ на финансовото състояние на компанията на основата на финансовия отчет, за да се диагностицира „финансовото ѝ здраве“ и идентифицират очертаващите се тенденции. Подходящи за реализирането му са умело съчетаните единични финансови коефициенти и комплексни финансови показатели. В случая финансовият анализ следва да се разглежда като част от цялостното представяне на организацията, нейния вътрешен потенциал, системата за стратегическо и оперативно управление, функционалния мениджмънт. От особено значение тук е използването на вертикалния, хоризонталния и факторния аналитични методи.

Второ, избор на ограничен кръг финансови измерители, чрез които перспективата се вгражда в BSC. Това е един от сложните управленски проблеми, поради голямото разнообразие от такива измерители и факта, че те са точката на съприкосновение с другите елементи на BSC. Практиката показва, че за характеристика на тази перспектива най-често се използват комплексни финансовите показатели (вж.таблица 3).

Таблица 5. Показатели в перспектива «Финанси» в BSc

Перспектива "ФИНАНСИ" в BSC	КОМПЛЕКСНИ ПОКАЗАТЕЛИ		КОМПОНЕНТИ	
	Икономическа добавена стойност (EVA)	}	<i>Рентабилност на инвестиция капитал (ROIC), Среднопретеглена цена на капитала (WACC),</i>	
	Рентабилност на собствения капитал (ROE по Дюпонт)	}	<i>Обръщаемост на активите Рентабилност на продажбите Мултипликатор на собствения капитал</i>	
	Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	}	<i>Нетна печалба преди облагане с данъци + разходи за лихви</i>	

Чрез тези показатели по същество се измерват икономическите последици от предприетите действия в останалите направления; определя се и дали реализацията на стратегията води до реални резултати.

В таблица 4 е представен фрагмент от BSC, отнасящ се до елемента „Финанси“, който е разработен за металургично предприятие. Усилията за създаване на положителна стойност за акционерите/собственици и оправдаване на очакванията им в случая се измерват чрез показателя EVA.

Таблица 6. Примерна система от показатели за металургично предприятие, характеризиращи финансовата перспектива на BSC

РЕАЛИЗИРАНЕ НА ПОЛОЖИТЕЛНА ЕВА И ЕЖЕГОДНОТО ѝ УВЕЛИЧАВАНЕ		
• 2009 г.	13,06	ХИЛ.ЛВ
• 2010 г.	34,41	ХИЛ.ЛВ
• 2011 г.	72,49	ХИЛ.ЛВ

	СТРАТЕГИЧЕСКИ ЦЕЛИ	КЛЮЧОВИ ПОКАЗАТЕЛИ	ПРОГНОЗНИ СТОЙНОСТИ
Перспектива „ФИНАНСИ“	Ф.1. Увеличаване приходите от основна дейност	Ежегоден ръст на приходите от основна дейност	2009 г.- 4274,55 хил.лв. 2010 г.- 4915,73 хил.лв. 2011 г.- 5653,09 хил.лв.
	Ф.2. Намаляване на себестойността	Намаляване на разходите за суровини и материали	2009 г. – 625,5 хил.лв. 2010 г. – 562,95 хил.лв. 2011 г. – 506,66 хил.лв.
		ЕВИТ	2009 г. – 265,5 хил.лв. 2010 г. – 318,6 хил.лв. 2011 г. – 382,3 хил.лв.
	Ф.3. Промяна структурата на инвестиция капитал	Намаляване дела на собствения капитал (СК) в инвестиция капитал	2009 г. – дял на СК - 95 % 2010 г. – дял на СК - 90 % 2011 г. – дял на СК - 86,63%
	Ф.4. Повишаване рентабилността на инвестиция капитал	ROIC	ROIC ₂₀₀₉ - 15 % ROIC ₂₀₁₀ - 15 % ROIC ₂₀₁₁ - 15 %
Ф.5. Намаляване цената на инвестиция капитал	WACC	WACC ₂₀₀₉ – 14,18% WACC ₂₀₁₀ - 13,20% WACC ₂₀₁₁ - 11,84%	

Разработването на този фрагмент се предшества от определяне на стратегическите цели, ключовите показатели и прогнозните стойности на показателите по останалите перспективи на BSC с отчитане на взаимовръзките между отделните елементи на системата.

ОБОБЩЕНИЕ

1. Финансовият анализ е етап от процеса на оценката на бизнеса, който предшества същинската оценителска дейност.

2. При подготовката на финансовата информация за целите на оценката на бизнеса се извършва серия от корекции във финансовия отчет (баланс и отчет за

доходите), за да приближи той до икономическата реалност в конкретния бизнес сегмент и да се осигури съпоставимост на данните в анализирания период.

3. Ефективен финансов анализ за целите на бизнес оценката се разработва с помощта на показатели, чиито брой трябва да бъде ограничен, но достатъчен, за да се даде цялостна представа за финансовото състояние на оценявания обект.

4. Дю дилиджънс (Due diligence - DD) е специфична аналитична процедура за оценка на стопанската дейност на предприятието, защитаваща инвеститора от неприятни изненади след реализиране на инвестицията. Процедурата по дю дилиджънс включва няколко основни вида анализ - правен анализ (правен DD), финансов анализ (финансов DD), данъчен анализ (данъчен DD).

5. Финансовият DD представлява проверка на финансовата надеждност на предприятието и отразява текущата финансова ситуация в дружеството, финансовите потоци и финансовите рискове, свързани с дейността му. Реализира се чрез показатели, които характеризират инвестиционна привлекателност и финансова устойчивост на компанията.

6. Балансираната система от показатели (Balanced Scorecards - BSC) е универсална технология за управление на стопанската организация, осигуряваща равновесие между краткосрочните и дългосрочните цели, финансовите и нефинансовите показатели. Основен принцип в тази система е, че използването само на финансови показатели в управлението е неефективно и не може да осигури икономическия ръст на организацията.

7. BSC разглежда дейността на компанията в четири перспективи – Финанси, Клиенти, Вътрешни бизнес процеси, Обучение и развитие. Логиката на обособяването им е следната. За да се постигнат конкретни финансови резултати (елемент „Финанси“), е необходимо да се завладеят определени пазарни позиции (елемент „Клиенти“), което е възможно чрез въвеждане на нови и усъвършенствани бизнес процеси (елемент „Вътрешни бизнес процеси“). Преобразованията в организацията могат да се реализират с обучен и мотивиран персонал (елемент „Обучение и развитие“).

8. Перспективата „Финанси“ превежда чрез подходящи показатели стратегическите цели на предприятието на езика на собствениците на капитала му, за да даде еднозначен отговор на въпроса „Как да създадем устойчива (дългосрочна) стойност за собствениците (акционерите)“.

9. В BSC перспективата «Финанси» се третира като първа сред равни по отношение на останалите перспективи, което предопределя позицията ѝ на начална и крайна точка в осъществяването на стратегическото управление. По този начин се допълва финансовата гледна точка с други показатели, позволяващи да се „балансира” общия поглед върху резултативността от дейността на компанията.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Дончев, Д. Финансов анализ. Софттрейд. С., 2009
2. Каплан Р.С., Д.Нортън. Стратегически карти. Класика и стил., С, 2006
3. Касърова В., С.Башева, С.Ангелов. Практикум по бизнесоценяване. НБУ, С., 2004
4. Касърова, В. Управление на стойността – нова управленска концепция. Сб. «Финансови иновации – изследвания и практики», С., Изд. НБУ, 2008
5. Касърова, В. Финансовият анализ в контекста на управлението на стойността на компанията. Сб. «Финансови решения: изследвания и практики», С., Изд. НБУ, 2009
6. Ковалев, В. В. Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности (основы балансоведения). М., Проспект, 2005
7. Ненков, Д. Финансов мениджмънт – кратък курс. Изд. УНСС, 2008
8. Теплова Т.В., Т.И. Григорьева. Ситуационный финансовый анализ. Изд.дом ГУ ВШЭ, М., 2006
9. Уолш, К. Ключовите коефициенти в мениджмънта. ИнфоДАР, 2008
10. Фридаг Х.Р., В.Шмидт. Сбалансированная система показателей – руководство по внедрению. Омега –Л, М., 2006
11. Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance* 23 (September 1968): pp. 589-609
12. Bernstein L.A. Financial Statement analysis – Theory, Application and Interpretation. 5th ed., 1993
13. Beaver W.H. Financial Ratios and Predictions of Failure. // Empirical Research in Accounting Selected Studies, Supplement to Journal of Accounting Research, 1966
14. Fabozzi Frank, Paterson Pamela, Financial Management and Analysis, John Wiley & Sons Inc., 2003
15. Helfert Erich, Financial Analysis and Techniques Guide for Managers, The McGraw-Hill 2001
16. Kaplan, R., Norton, D., The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, Boston: Harvard Business School Press, 1996
17. Penman S. Financial Statement Analysis and Security Valuation. McGraw-Hill. N.Y., 2001
18. Stewart G. The Quest for Value: a Guide for Senior Managers. New York: Harper Collins Publishers, 1991