

**НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКА КОНФЕРЕНЦИЯ “КОРПОРАТИВНИТЕ ФИНАНСИ  
В БЪЛГАРИЯ – ДНЕС И УТРЕ”**

**28 и 29 септември 2009 г.**

**Нов български университет**

---

**РОЛЯТА НА КЛЮЧОВИТЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ ЗА  
СЪЗДАВАНЕТО НА СТОЙНОСТ В КОМПАНИЯТА**

**THE ROLE OF KEY PERFORMANCE INDICATORS FOR CREATING  
VALUE IN THE COMPANY**

*д-р Ралица Димитрова, Нов български университет*

*Ralitsa Dimitrova, Ph.D., New Bulgarian University*

**Анотация:** Целта на доклада е да представи същността и ролята на ключовите показатели за ефективност в управлението на стойността на компанията. Разгледана е появата на съвършено нов център на финансова отговорност в компанията, както и изискванията при идентификацията на факторите, въздействащи върху богатството на акционерите и в частност оперативното управлението на ключовите показатели за ефективност. Представени са резултатите от емпиричен тест сред 78 компании в търсене на отговор на въпроса кой са ключовите показатели на ефективност, които оказват най-голямо влияние върху размера на създаването икономическа добавена стойност в българските компании.

**Abstract:** The objective of this report is to present the nature and role of key performance indicators in managing the value of the company. Examined is the emergence of a new center of perfect financial responsibility in the company and the requirements for the identification of factors affecting the wealth of shareholders and in particular the operational management of key performance indicators. The report presents the results of an empirical test among 78 companies in response to the question who are the key performance indicators, which have the greatest impact on the amount of economic value added created in Bulgarian companies.

**Key words:** key performance indicators, value drivers, economic value added

**Indexes of JEL classification:** G30, G32

Формирането на финансовата архитектура на взаимоотношенията между отделните звена в компанията е от особено значение за ефективността на всеки бизнес. Колкото по-сложен е модела на управление и организационната структура на компанията, толкова по-остро стои въпросът с разграничаване на отговорностите при формиране на корпоративния успех. Обособяването на центровете на финансовата отговорност е своеобразна финансово-инженерингова дейност, която има за цел да определи пълномощията и отговорностите на всяко звено, както и корпоративният център, който дефинира стратегическите приоритети и организацията на паричните потоци. Традиционно се разглеждат четири нива на финансова отговорност (таблица №1):

Таблица № 1 Характеристики на центровете на отговорност в компанията

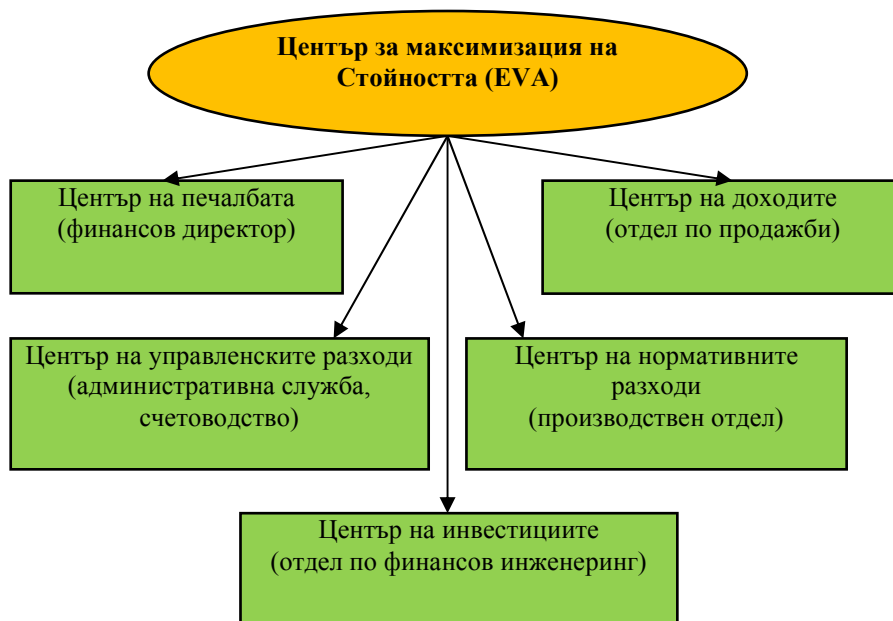
Характеристики	Видове центрове на отговорност			
	Център на разходите	Център на доходите	Център на печалбата	Център на инвестициите
Показатели, контролирани от ръководството на центъра	Производствени разходи на обем продукция	Доход от продажба, Маржинална печалба	Печалба	Печалба на вложения капитал
Показатели, контролирани от централния орган на управление	Обем и структура на продукцията; Бюджет на операционните разходи	Асортимент на продукцията, операционни разходи	Инвестиции и източници на финансиране на дейността	Крупни инвестиции и източници на финансиране

- **Център на разходите** – това е най-ниското организационно ниво, което отговаря за достигането на целевия обем производство във физически единици, нормативното разходване на ресурсите за единица продукция и съблюдаване на стандарта за качество. Въпросите относно оптималния обем на производство и продуктивния асортимент не влизат в отговорностите на мениджъра на центъра на разходите дотолкова, доколкото изискват наличието на други компетенции. Финансовото управление на този център се базира на отклонения от предварително начертаните бюджети и на ефективното използване на елементите на оборотния капитал на предприятието.
- **Център на доходите** – носи отговорност за въпросите по взаимодействието с крайните потребители на произвежданата продукция. Мениджмънтът на този център е свързан с проучване на пазара, изграждане на ефективни канали за разпространение на продукцията и контрол на разходите по тези дейности с оглед реализирането на определен обем продажби в стойностно изражение. Финансовият резултат тук е приходи от продажби, принос при формиране на печалбата или пределен доход, който се получава при приспадането на променливите разходи от продажбите, а управлението се основава отново на отклонения от бюджетите.
- **Център на печалбата** – това е центърът, който притежава по-широки пълномощия при вземането на оперативни решения за ценовата политика, рентабилността по продажбите на компанията, избора на целеви пазар и частичната ликвидация на краткотрайните активи. Независимо от това центърът не притежава правомощията да взема самостоятелни решения относно това какво да се произвежда и от къде да се намери нужното финансиране.
- **Център на инвестициите** – това е най-високото ниво на финансова отговорност в компанията, което следи за стратегическата ефективност на бизнеса. Тук се вземат решенията за потенциалните източници на финансиране на дейността и направленията, в които следва да се формира инвестиционната политика на компанията. Поемайки отговорността за изхода от инвестиционните решения мениджъра на този център разполага с правомощията да придобива и разпродава активите, които счита за неефективни. Ето защо контролът на дейността на центъра на инвестициите се осъществява най-често посредством

счетоводния измерител за рентабилността на инвестициите ROI, който обаче не е лишен от недостатъци. Пример за това е проблема с инфлацията, който се базира на отразената в счетоводния отчет историческа цена на придобиване. По този начин в периоди на инфлация показателят ROI е изкуствено завишен т.к инвестициите са отразени преимуществено по остаряли цени. Друг характерен проблем на счетоводните метрики е това, че не калкулират наличието на риск за инвеститора и считат, че собственият капитал е безплатен източник на финансиране на бизнеса.

Възможното решение на посочените проблеми се крие в излизането извън рамките на традиционния счетоводен отчет към реалната ефективност на бизнеса, респективно възприемането на нов език на анализа. Необходимо е обединяването около нов корпоративен център, който ще има правомощия върху финансовата структура на цялата компания през призмата на създадената стойност за бизнеса. В качеството на измерител за ефективното използване на капитала встъпва икономическата печалба, която взема предвид алтернативните разходи на инвеститора. Това е свързано с появата на съвършено нов център във финансовата архитектура на компанията – а именно **център на стойността**, който е ориентиран към реализирането на доходност, превишаваща цената на капитала и ръст в богатството на акционерите.

Схема № 1 Финансова архитектура на компанията



Важна роля в управлението на стойността играе разбирането на това кои елементи от ежедневните дейности оказват най-голямо въздействие върху стойността на бизнеса, тях наричаме фактори на стойността. Понятието стойност на компанията няма на този етап еднозначно, общоприето определение поради което разбирането за това кое е фактор на стойността е малко неясно. Ето защо авторът си поставя за цел да изясни понятието фактор на стойността и възможностите за прилагането му при ефективното управление на компанията.

**Фактор на стойността** (value driver) е всяка една променлива, която влияе на резултатите от дейността като например продуктова ефективност и удовлетвореност на клиентите (таблица 2). В същността си той е изпреварващ показател или такъв, който участва в процеса на целеполагането, спрямо който се формират значенията на

останалите променливи за разлика от изоставащите индикатори, които отразяват минали резултати. Финансовата метрика<sup>1</sup>, която асоциираме с фактора на стойността се нарича ключов показател на ефективността (KPI -key performance indicator). Последните се използват в компанията както за дезагрегиране на факторите на стойността така и за измерване на ефективността на дейността.

Разбирането на това, кои оперативни параметри фактически определят стойността на компанията или т.нар. *фактори на стойността*, е важно, тъй като компанията не може да влияе непосредствено върху стойността. След определяне на факторите, е необходимо да се установи съотношението между тях, като тези които имат най-голям принос за определяне на стойността се наричат ключови. Съгласно широко известния “*принцип на Парето*”, 20% от факторите на стойността създават 80% от стойността на компанията. Именно тези 20% се определят като ключови фактори на стойността<sup>2</sup>.

Таблица № 2 Характеристика на факторите на стойността

Фактор на стойността	Характеристика
<b>Финансова политика</b>	Привличане на допълнителен капитал за финансиране на дейността на компанията и създаване на допълнителни пазарни възможности
<b>Инвестиционна дейност</b>	Обезпечаване на най-ефективното използване на мобилизираните капиталови ресурси в основните направления на дейността
<b>Дивидентна политика</b>	Установяването на пропорционалност между текущото потребление на печалбата от собствениците на компанията и обезпечаването на бъдещото ѝ стратегическо развитие
<b>Иновационна дейност</b>	Основава се на разработването на уникални бизнес модели, иновацията може да бъде нов продукт или услуга, начин на прозводство, нов пазарен сегмент или канал на дистрибуция
<b>Асортиментна политика</b>	Брой на новите продукти, индекс на удовлетвореност на клиентите, пазарен дял, маркетингови разходи
<b>Бренд, имидж</b>	Степен на разпознаване на брeнда, дизайна като конкурентно предимство, брой на постоянните клиенти
<b>Качество на мениджмънта</b>	Кадровия потенциал се превръща в стратегически нематериален актив, може да бъде както източник на конкурентно предимство така и пазарна заплаха за компанията
<b>Социално отговорен мениджмънт</b>	Задължение на бизнеса да действа етично, да допринася за икономическото развитие и да подобрява качеството на живота на служителите, местната общност и обществото като цяло

Знанието на факторите на стойността помага на мениджмънта по три начина: първо помага на бизнес единиците и служителите на всяко организационно ниво да разберат как се създава стойност; второ степенуването им спомага за вземането на решение къде да бъдат локализиран ресурсите и трето обединява всички около общото разбиране за стратегическите приоритети на компанията. Формулирайки желаните резултати, организацията си поставя цел и създава условия за реализация, а управленското ръководство направлява енергията, способностите и знанията на служителите за решение на задачите в дългосрочна перспектива.

<sup>1</sup> Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. – “Valuation: measuring and managing the value of companies”, John Wiley & Sons, Inc, New York, 2000, p. 97

<sup>2</sup> Продажа бизнеса: Оценка стойности компании, [www.business-shop.ru/main/article/5/23.html](http://www.business-shop.ru/main/article/5/23.html)

За правилното определяне на факторите, създаващи стойността на компанията е необходимо да се съблюдават три важни принципа<sup>3</sup>:

1. **Факторите трябва да бъдат пряко свързани със създаването на стойност**, което налага необходимостта от детайлизацията им на всички равнища на организацията, включително и най-нисшите. Обвързването на тези фактори с общата цел за създаване стойността на компанията има две преимущества. Първо: различните организационни равнища се обединяват в стремежа си за постигането на общата цел. Второ: възможност мениджърите да поддържат необходимото равновесие и съотношение на приоритети, както между различните фактори, така и между краткосрочните и дългосрочните корпоративни задачи.
2. Факторите за създаване на стойността следва **да се установят в качеството на целеви индикатори** и измерени с използването на финансови и оперативни показатели ефективност-стойност. Например, дадена компания започва своя финансов анализ с рентабилността на инвестирания капитал. Това е добро начало, но само по себе си не дава пълна представа за факторите, създаващи стойност. Проблемът се състои в това, че мениджърите не могат да влияят непосредствено върху финансовите коефициенти, но могат да влияят върху оперативните фактори. Необходимо е тези оперативни фактори да бъдат максимално детайлизирани, което ще позволи на мениджърите да анализират конкретните мерки за повишаване ефективността от функционирането на компанията.
3. **Прилагането на постоянен мониторинг** позволява в даден момент достигането на желаното равнище на ефективност и дългосрочна перспектива за ръст. Стойностният анализ е призван да определи факторите, които обезпечават рентабилността на равнище, превишаваща стойността на капитала, и/или способността за увеличаване текущата рентабилност на инвестирания капитал.

Факторите на стойността могат да се разделят условно на четири групи (таблица № 3):

- ✓ външни фактори – възникващи независимо от действията на мениджърите (макроикономическите условия, конкуренция, технологичното развитие в отрасъла, законодателство и др.);
- ✓ вътрешни фактори – свързани с действията на мениджъра и отрасловата специфика. Управлението на компанията се базира на тяхното въздействие и по-конкретно на тези от тях, които са ключови за организацията;
- ✓ финансови – в качеството на такива могат да се използват редица финансови показатели, като най-често това са рентабилността на инвестирания капитал, нетния доход на акция, спреда между рентабилността и цената на капитала, нивото на разходите, размера на новите капиталовложения.
- ✓ нефинансови – това са онези активи, които нямат веществена форма, но въпреки това имат значителна стойност за дружеството (търговска марка, авторски права, патенти, клиентска база, добра репутация).

*Таблица № 3 Видове фактори на стойността*

---

<sup>3</sup> Гусева, И., В. Чурилин. – “Максимизация стойности енергокомпаниите”, Энергорынок, № 9, 2004, [www.e-m.ru/archive/articleser.asp?aid=4433](http://www.e-m.ru/archive/articleser.asp?aid=4433)

Външни фактори	Вътрешни фактори <sup>4</sup>
<p>1/<b>Общи фактори</b>, засягащи дейността на компанията:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• нормативна база;</li> <li>• социални, демографски и др.</li> </ul> <p>2/<b>Въздействия на отрасъла</b>, в който оперира компанията:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• отраслова специфика на търсенето (характеристика на крайните потребители, ръст на търсенето);</li> <li>• отраслова специфика на предлагането (степен на концентрация на мощностите, навлизане на други компании, производствен капацитет по основни продукти в отрасъла)</li> </ul> <p>3/<b>Отраслова рентабилност</b>: рентабилност на продажбите, на собствения капитал, на активите</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Квалификация на мениджмънта;</li> <li>• Решения, свързани с въпросите за корпоративното управление;</li> <li>• Равнището на конкурентноспособност на продукцията и услугите;</li> <li>• Наличието на ефективна технология и ноу-хау;</li> <li>• Ефективност на организационната структура;</li> <li>• Ефективност на бизнес-процесите;</li> <li>• Равнище на развитие на системата за управление (маркетинг, снабдяване, дистрибуция, контрол и отчет, мотивация на персонала)</li> </ul>
Финансови фактори	Нефинансови фактори
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Настояща и бъдеща печалба;</li> <li>• Време за получаване на дохода;</li> <li>• Рискът, свързан с получаването на дохода;</li> <li>• Капиталови разходи;</li> <li>• Степен на контрол на бизнеса;</li> <li>• Ликвидност на активите</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фирмено име;</li> <li>• Имидж;</li> <li>• Технологии;</li> <li>• Знания на сътрудниците;</li> <li>• Квалифициран персонал</li> </ul>

В настоящото изследване интерес за нас представляват финансовите фактори на стойността.

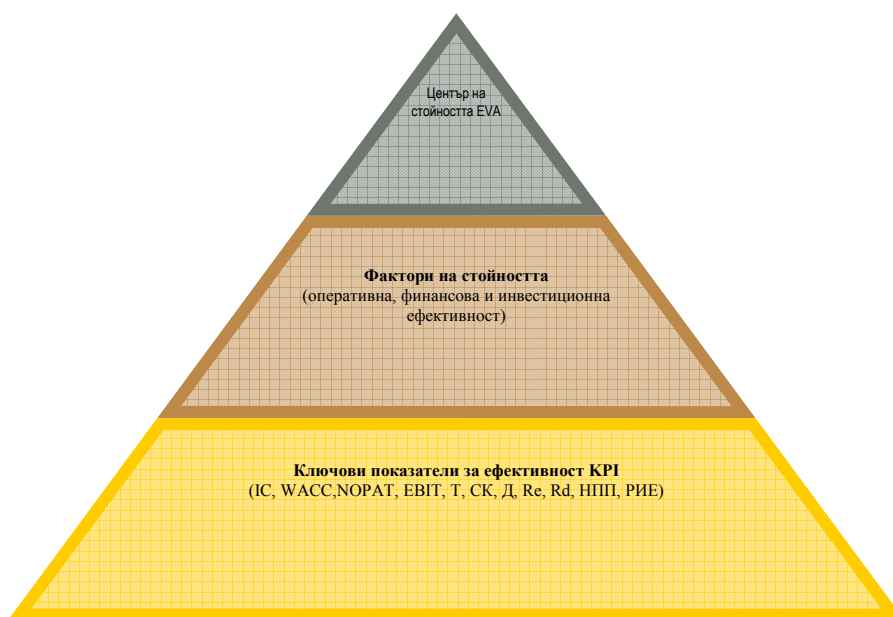
Процесът на определяне на факторите на стойността на компанията се състои от три стадия:

1. **Разпознаване** – построяване на дървото на факторите на стойността, което показва взаимовръзката между оперативните елементи на бизнеса с процеса на създаване на акционерно богатство;
2. **Установяване на приоритетите** – определяне на факторите, оказващи най-голямо влияние върху стойността посредством анализ на чувствителността на стойността към най-малкото изменение на всяка от избраните променливи и определяне на потенциала на всеки фактор на стойността;
3. **Институционализация** – внедряването на факторите на стойността в набор от целеви нормативи за оперативната, инвестиционната и финансовата дейност на компанията.

Създаването на стойност в компанията може да бъде разгледано като своеобразна пирамида – на върха на която е центърът на стойността, отговорен за създаването на икономическа добавена стойност в компанията посредством откриване на факторите, въздействащи върху богатството на акционерите и в частност оперативното управление на ключовите показатели за ефективност.

*Схема № 2 Пирамида на процеса на създаване на стойност*

<sup>4</sup> Синельников, Д. – “Оценка стойности бизнеса”, [www.deloshop.ru/menu\\_5-text\\_maloe\\_0-12-605.html](http://www.deloshop.ru/menu_5-text_maloe_0-12-605.html)



Налице е объркване относно същността на **ключовия показател на ефективността**. Битува схващането, че KPI и показател са взаимозаменяеми понятия – но това далеч не е така, доколкото *KPI е показател, но не всеки показател е ключов показател на ефективността*. KPI са тези количествени метрики<sup>5</sup>, които измерват ефективността от дейността на компанията и степента в която тя постига прогрес по предварително заложените цели и приоритети. Според У.Екерсон<sup>6</sup> добрият ключов показател притежава следните 10 отличителни характеристики:

1. *Отразява стратегическите центрове на стойността в компанията* - или ключовите показатели на ефективността измерват онези дейности, които придвижват организацията в посока реализиране на стратегическите приоритети на бизнеса. Пример за такива са удовлетвореност на клиентите, качество на продукта, размер на приходите от продажби, възвращаемост на инвестирания капитал, марж на печалабата.
2. *Дефинира се от висшето ръководство* – мениджмънта дефинира факторите на стойността на компанията в процеса на определяне на дългосрочните и краткосрочните стратегически цели. За да се извлече максимална полза от тях е необходима ясно да се определи как ще се измерва ефективността на организацията, или какви KPI ще се използват за всеки фактор на стойността. В противен случай се потвърждава правилото, че не можеш да управляваш онова което не можеш да измериш.
3. *Декомпозира се до всички бизнес нива* - налице е обвързване на ключовите показатели на ефективността от най-ниските организационни нива с тези от по – високите йерархични нива. По този начин се обезпечава постигането на единната корпоративна стратегия и се създават възможности за гъвкав и

<sup>5</sup> Bauer, K. – KPIs- the metric that drive performance management, DM Review, September 2004, p.63-64

<sup>6</sup> Eckerson, W., Ten Characteristics of a Good KPI, The Data Warehousing Institute™, <http://www.tdwi.org/publications/display.aspx?ID=7114>

своевременен анализ на ефективността на факторите на стойността в цялата организация.

4. *Базира се на общите корпоративни стандарти* – успеха на каскадата на ключовите показатели на ефективността в компанията се определя от наличието на консенсус за единна дефиниция на измерителите. Необходима е подкрепа от страна на топ мениджмънта при налагането на стандартизирани дефиниции на най-често използваните фактори на стойността.
5. *Базира се на валидни данни* – за измерването на ефективността на факторите на стойността в организацията преди всичко е необходима техническа обезпеченост или наличие на достатъчно и достоверна информация. В противен случай се налага набиране на допълнителни средства, които ще позволят получаването на нужната информация или дори ревизиране на ключовите показатели на ефективността.
6. *Лесно разбираем* – многообразието от ключови показатели на ефективността притъпява вниманието на служителите и затруднява тяхното разбиране. Необходимо е броят им да се сведе до разумно число (около 7) и да има яснота относно това кое се измерва, как се калкулира КРІ и най-важното как всеки един от служителите може да допринесе за положително въздействие върху него.
7. *Лесно приложим* – в повечето случаи ключовите показатели на ефективността имат своя жизнен цикъл – при първоначалното им представяне те подобряват ефективността от стопанската дейност, но с времето губят своето влияние. Това налага периодичното им ревизиране, като повечето компании извършват одит на показателите си на всяко тримесечие.
8. *Осигурява контекст за интерпретация* – КРІ измерват ефективността на дейността като я сравняват с очакваните величини. Най-често се използват долна и горна граница на приемлив резултат, целеви значения на показателя или бенчмарк въз основа на средноотраслови стойности. Повечето КРІ индикират желаната посока на показателите като „нагоре”, „надолу” или „без промяна”.
9. *Обвързан е със стимулирането на служителите* – за да бъде ефективно внедряването на системата за управление на стойността на компанията чрез въздействие на ключовите показатели за ефективността следва те да бъдат обвързани със заплащането на служителите. Необходимо е също и промяна в бизнес процесите, която да позволи оказването на въздействие върху КРІ, в противен случай служителите ще са информирани, но безсилни.
10. *Води до реализирането на крайната цел* – добрият ключов показател на ефективността трябва да обезпечава постигането на водещата стратегическа цел на бизнеса, ето защо не трябва да се допуска противоречие между отделните КРІ както и възможност за заобикалянето им от страна на човешкия фактор в компанията.

Избраната от компанията стратегия оказва определено влияние<sup>7</sup> както върху набора от ключови показатели на ефективността така и на честотата на тяхното изчисляване.

---

<sup>7</sup> Толкач, В., КРІ в управлении: связь со стратегией, [Новый менеджмент](http://cfin.ru/management/controlling/kpi_and_strategy.shtml), №5, 2007, [http://cfin.ru/management/controlling/kpi\\_and\\_strategy.shtml](http://cfin.ru/management/controlling/kpi_and_strategy.shtml)



- Например при стратегия „лидерство по разходи“ мениджъра следва постоянно да контролира разходите на всеки етап от създаването на стойност, да следи за степента на автоматизация на ключовите процеси и да оценява обръщаемостта на активите и разпознаването на бренда.
- Като специфични показатели при стратегията „диференциация“ може да се посочат обема продажби по нови продукти, рентабилността на продажбите, броя на рекламациите и делът на брака.
- Компаниите избиращи стратегията „концентрация (близост до клиента)“ са ориентирани към увеличаване на обема на продажбите от постоянни клиенти, индекса на удовлетвореност, скоростта на изпълнение на специални поръчки, взаимозаменяемост на персонала и др.

Необходимо е да се конкретизира също и честота на изчисляване на значенията на КРІ. Например остатъка на паричните средства се разчита като правило ежедневно, а степента на удовлетвореност на служителите се измерва веднъж годишно. Следващата таблица представя примерна схема на периодичността на разчет на показателите.

Таблица № 4 Периодичност на изчисляване на КРІ

Период на разчет	Ключови показатели на ефективността
<b>Дългосрочен</b> (стратегически 1-5 г.)	EVA, Ръст на приходи от продажба, ръст на нетна печалба, Рентабилност на капитала, Чист паричен поток
<b>Средносрочен</b> (тактически, месец, тримесечие, шестмесечие)	Рентабилност на продажбите, Обръщаемост на активите, Дебиторска задлъжнялост, Структура на разходите, Кредиторска задлъжнялост, Индекс на удовлетвореност на клиентите, Процент на разпознаване на бренда, Текучество на персонала
<b>Краткосрочен</b> (оперативен, ден, седмица, месец)	Приходи от продажби, Разходи за дейността, Парични средства, Рекламации, Процент брак, Степен на натовареност на производствените мощности

Ключовите показатели на ефективността се използват от компанията както за измерване на напредъка на организацията по пътя на постигането на стратегическите приоритети така и за оценка на приноса на служителите към постигането на общата корпоративна цел. В практиката при формирането на съвкупността от КРІ в една компания се е наложил принципа SMARTA:

- *Specific* – ключовият показател на ефективността трябва да отразява спецификата на дейността. Необходимо е да се обясни ясно какво се изисква от всеки служител, каква е разликата между ефективно и неефективно представяне и как ще бъде оценяван индивидуалния принос;
- *Measurable* – КРІ трябва да са измерими или да се базират на дейности, които могат да бъдат наблюдавани и документиращи показатели като степен на удовлетвореност на клиентите или управленски и комуникационни умения. Така например някои аспекти от дейността са лесно измерими чрез финансовите и количествените измерители, което може да доведе до прекомерно фокусиране върху тях за сметка на други.
- *Agreed to* – управлението на стойността чрез въздействие върху ключовите показатели на ефективността трябва да е отворен и двупосочен процес, тоест необходимо е да се търси разбирането и приемането на КРІ от служителите на всички нива и да се избягва централизираното им спускане в организацията. От особена важност е да се осигури еднакъв стандарт на разбирането им както от ръководството, така и от служителите по звена.

- *Realistic* – необходимо е факторите на стойността да бъдат реалистично постижими и да се избягва прекаления оптимизъм, например по отношение на цели обем продажби и крайни срокове за изпълнение на отделни дейности. Също така следва да се има предвид характера на дейността и кой фактор е най-важен за успеха – ако това е крайният резултат от процеса, то вниманието на мениджъра следва да се фокусира върху него, ако е човешкият фактор, то във фокуса трябва да попаднат уменията за работа в екип и личните качества на служителите.
- *Timely* – ключовите показатели на ефективността трябва да имат подходящ времеви хоризонт. От тук произтича правилото, че е необходимо да съберете нужната информация за ефективността на оперативната дейност или успоредно с осъществяването на процеса или веднага след неговото приключване в противен случай тя ще загуби своята достоверност.
- *Aligned* – индивидуалните KPI трябва да бъдат изравнени с общите корпоративните цели. Те следва да отразяват организационната култура и ценности и да дават ясна дефиниция за поведението на служителите, което ще се приема за успешно и ще се стимулира посредством допълнително възнаграждение.

Реализирането на стойностния подход в управлението може да се осъществи с помощта на система от специфични метрики (показатели, модели, методи, критерии, стратегически карти, програмни средства) в рамките на финансовия модел за управление на компанията, ориентиран към максимизиране на стойността. Голямото разнообразие от такива метрики, прави наложителен подбора на най-подходящите от тях, във всеки конкретен случай. Анализът на специализираната литература показва, че изборът на една или друга метрика в стойностния подход, обезателно отчита елемента на веригата на стойността, в рамките на които ще се използва. Тя включва следните 3 елемента:

- ✓ Създаване на стойност, чрез въздействие върху паричния поток и факторите на стойността;
- ✓ Съхраняване на стойност, чрез управление на риска и данъчното планиране;
- ✓ Реализиране на стойност, чрез капиталовия пазар и пазара на готов бизнес.

Доколкото настоящият доклад се концентрира главно върху първия елемент на горепосочената верига на стойността, в качеството на инструменти за реализирането ѝ ще се използват основно метриците, измерващи ефективността от дейността на компанията на основата на добавената стойност. Из между метриците на стойностния подход е предпочетена икономическата добавена стойност EVA. Практиката на редица водещи компании показва, че EVA е най-широко използваният измерител<sup>8</sup> в концепцията VBM. Според нас, това се дължи на следните два основни факти: първо, EVA в сравнение с останалите измерители на добавената стойност е по-лесен модел за управление и калкулиране на стойността, освен това създаването ѝ предшества останалите иновативни показатели на добавената стойност. От особено значение е междинната ѝ позиция между счетоводния и финансовия аналитични модели, което ѝ позволява използване на счетоводни данни, които след съответните корекции разкриват икономическата ѝ същност. За разлика от счетоводните метрики EVA взема предвид цената на целия ангажиран в компанията капитал, като отчита високата волативност на

---

<sup>8</sup> Myers, R. - Цит.съч. , p.41

доходите в условията на формиращ се капиталов пазар<sup>9</sup>. Тя е цялостен модел за управление на компанията, който дава ясен целеви ориентир; позволява оценка на ефективността от стопанската дейност; декомпозиране до ключови показатели за ефективност и обвързване интересите на собствениците и мениджъра посредством компенсационни планове. Не без значение за популярността ѝ е и факта, че тя се предлага успоредно с MVA, която обяснява солидната ѝ връзка с пазарната стойност на компанията и улеснява комуникацията с инвеститорите.

За целите на изследването EVA се декомпозира на съставните си елементи, които формират картата на ключовите показатели на ефективност на компанията (схема № 3) и се изследва силата на връзката между EVA и KPI. Емпиричният тест е реализиран върху извадка от 78 компании, 74 от които търгувани на Българската фондова борса. Тези 74 компании формират около 21 % от търгуваните емисии акции на БФБ, които към 31.12.2006 г. възлизат на 350.<sup>10</sup> Изследването е осъществено за периода 2003-2006 г. Пълният списък на компаниите е представен в приложение № 1. Критериите, които са използвани при подбора на компаниите са:

- наличие на данни за целия анализиран период и възможност да се потвърди достоверността на данните;
- наличие на положителен финансов резултат от стопанската дейност в продължение на целия анализиран период.

Секторното разпределение на компаниите от извадката е представено в приложение 2 и включва (7 сектора и 11 подсектора на икономиката)<sup>11</sup>.

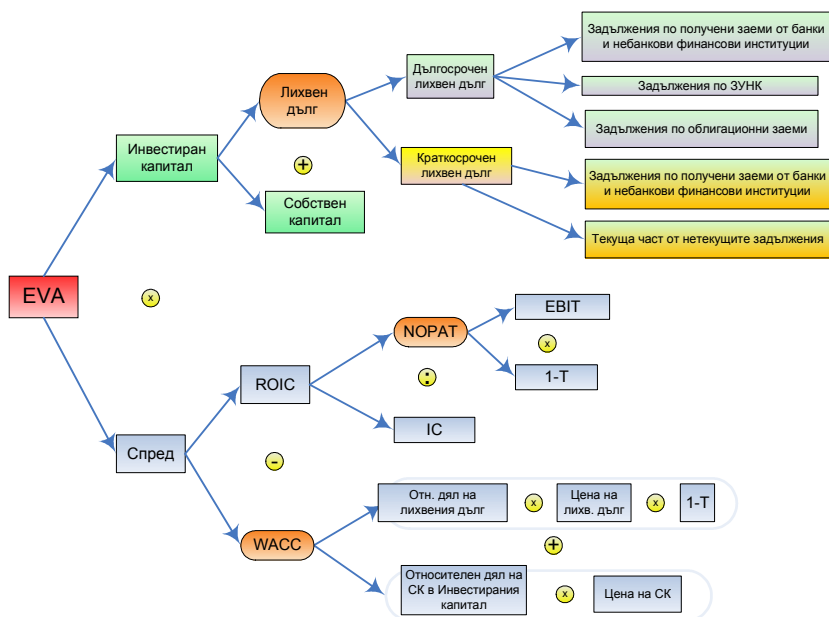
Резултатите от емпиричния тест показаха, че средно за извадката българските компании не създават икономическа добавена стойност. Независимо от този факт, броят на компаниите, които имат положителни стойности на EVA се увеличава постоянно в периода на извадката. В 2003 г. те са 11.54% от анализирания съвкупност, в 2004 г. съответно 19.23%, в 2005 г. те са 25.64% а в 2006 г. формират 26.92% от извадката. Във връзка с необходимостта от пречупване на тази неблагоприятна тенденция е изследвана чувствителността на EVA към компонентите, изграждащи разчетната ѝ формула - цената на капитала (WACC), инвестиран капитал (IC), нетната оперативна печалба след данъци (NOPAT) и възвращаемостта на инвестирания капитал (ROIC). Тъй като ROIC представлява отношението на реализираната печалба към инвестирания капитал, реално промяната на ROIC е функция от измененията в тези два компонента. Следователно, можем да говорим за три основни лоста, чрез които мениджмънтът може да осъществи контрол над EVA. В изследването се идентифицира, че чувствителността на EVA към посочените ключови показатели за ефективност се влияе от сектора, към който принадлежи компанията.

### *Схема № 3 EVA и ключовите показатели за ефективност*

<sup>9</sup> Димитрова, Р. Костенаров, К. - Ефекти върху цената на собствения капитал в условията на евроинтеграция (анализ на база избрани страни от Централна Европа)", конференция "Фирмите и пазарите в България в условията на евроинтеграция - продължаващата адаптация", Икономически университет, Варна, 15-16 май 2008г.

<sup>10</sup> Отчет за дейността на БФБ София към 31 декември 2006 г. <http://download.bse-sofia.bg/pdf/Report31122006en.pdf>, с.7

<sup>11</sup> Делението по сектори е извършено въз основа на Националната класификация на икономическите дейности, НСИ, 2003 Кодовете на секторите и подсекторите са дадени в приложенията.



След дефинирането на ключовите показатели за ефективност в компанията се определя чувствителността на EVA спрямо всеки един от тях. Чувствителността на EVA спрямо КРІ показва, с колко процента се изменя този параметър при изменение с 1% на един от тези фактори. За оценка чувствителността може да се използва следната формула<sup>12</sup>:

$$E_{YX} = \frac{\Delta Y}{\Delta X} * \frac{X}{Y}$$

където:  $E_{YX}$  е еластичност на показателя Y спрямо показателя X;  $\Delta Y, \Delta X$  - изменение на показателя Y и показателя X.

Предимството на формулата за еластичност е в бързия и лесен начин на използването ѝ. Необходимо е всеки един от факторите на EVA да се диференцира по тази формула. Недостатък се явява предположението за отсъствие на хоризонтално влияние на факторите (базова чувствителност).

На базово ниво еластичността на EVA към всеки от тези лостове се задава от функциите изложени по-горе. В частност, има две ключови отношения, които управляват тази еластичност във всяка компания (таблица № 5).

Таблица № 5 Базова еластичност на EVA към промяна в ключовите управленски лостове

<b>Изменение от 1% в:</b>	<b>Последващо изменение в EVA:</b>
---------------------------	------------------------------------

<sup>12</sup> Самохвалов, В., Как определить ключевые финансовые факторы стоимости?, Журнал Управление Компанией, №05,2004, с.34-38

NOPAT	NOPAT/EVA x 1%
ROIC	NOPAT/EVA x 1%
WACC	WACC*IC/EVA x 1%
IC	1%

Тези еластичности са валидни, разбира се, само при изпълнението на много стриктни ограничения относно движението на показателите. Например, приемаме, че изменение в инвестирания капитал няма последващи последици за цената на капитала, нетната печалба, или възвръщаемостта на инвестирания капитал, което е неизпълнимо в реални условия.

Следващата таблица № 6 представя обобщените стойности на базовата чувствителност на EVA към ключовите фактори на ефективност от първо ниво – NOPAT, WACC, ROIC и IC.

Таблица № 6 Базова чувствителност на EVA към KPI (за цялата извадка 78 компании)

KPI	2006		2005		2004		2003	
	средно	медиана	средно	медиана	средно	медиана	средно	медиана
NOPAT	4,47	0,90	4,04	0,78	1,85	0,52	1,59	0,41
WACC	4,79	<b>1,48</b>	4,36	<b>1,30</b>	2,30	<b>1,18</b>	2,14	<b>1,17</b>
ROIC	4,47	0,90	4,04	0,78	1,85	0,52	1,59	0,41
IC	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Имайки предвид строгите предположения относно промяната във факторите, анализът ни води до заключението, че в настоящия контекст най-големи резултати могат да бъдат очаквани от интервенция на мениджмънта в източниците на финансиране на компанията, следван от оптимизация на инвестициите<sup>13</sup> (напр. съкращаване на капитала, обвързан с недостатъчно доходни сфери на дейност), и управление на печалбата. Тези заключения, обаче, не могат да бъдат приемани като универсални. Както отбелязахме по-горе при първоначалното си представяне ключовите показатели за ефективност подобряват ефективността от стопанската дейност на компанията, като силата им отслабва с течение на времето. Точно обратната тенденция забелязваме в нашата извадка, което означава, че мерки не са били взети и мениджмънта на предприятията не е управлявал активно стойността, създавана от тях.

Тъй като EVA е резултат от дългосрочната политика на компанията и варира не само с времето, а и с нейната специфика, то всяка компания трябва да отговори на предизвикателствата на ниската икономическа добавена стойност по свой индивидуален начин. Липсата на универсална стратегия можем да потвърдим и с анализа на компаниите по клъстерите на конкурентоспособност (таблица № 7).

Таблица № 7 Базова чувствителност на EVA по клъстери

Клъстер		2003			2006		
		NOPAT/ROIC	WACC	IC	NOPAT/ROIC	WACC	IC
Най-висок	Средно	3.74	3.85	1.00	2.56	1.56	1.00
	Медиана	1.74	2.19	1.00	2.26	1.26	1.00
Среден	Средно	0.51	1.27	1.00	7.50	7.80	1.00
	Медиана	0.29	1.12	1.00	1.17	1.88	1.00

<sup>13</sup> Предвид изкривяванията в извадката, за база за сравнение използваме медианата на еластичността, а не средно аритметичната стойност.

Нисък	Средно	0.84	1.58	1.00	0.53	1.39	1.00
	Медиана	0.43	1.34	1.00	0.50	1.50	1.00
Най-нисък	Средно	0.13	1.04	1.00	0.66	1.63	1.00
	Медиана	0.09	0.98	1.00	0.59	1.59	1.00
Общо	Средно	1.75	2.28	1.00	5.05	5.36	1.00
	Медиана	0.42	1.27	1.00	0.99	1.58	1.00

Паралелно със поляризирането на компаниите в извадката в периода 2003-2006 г., се изяснява и разликата в стратегическата посока на най-добре представящите се компании, за които подобрението на EVA с един процент увеличение на NOPAT/ROIC изпреварва това от интервенция във WACC.

Резултатите се сравняват с изследване на Джон Хал<sup>14</sup> проведено сред компании на Йоханесбургската фондова борса (JSE) целящо да установи кои компонентите на икономическата добавена стойност имат най-голям принос към процеса на създаване на акционерно богатство – дали това са показателите от отчета за доходите или тези от баланса на компанията. Анализът се осъществява върху три групи компании котиращи на Йоханесбургската фондова борса (JSE) в периода 1991-2000 г:

- ☛ всички компании листвани на борсата в този период;
- ☛ компаниите реализирали положителна EVA ;
- ☛ топ 20 EVA компании.

Променливите, които допринасят най-много за прираста на EVA са показателите за ефективност на дейността, като възвращаемост на инвестирания капитал (ROCE); среднопретеглената цена на капитала (WACC) и данъчната ставка (Т). От своя страна балансовите параметри като дълг/собствен капитал, дял на дългосрочния и краткосрочния дълг в пасива, имат най-слаба корелация със стойността на EVA и не дават необходимите обяснения. При регресионния анализ на компаниите с положителна икономическа добавена стойност Д.Хал забелязва нещо интересно - не само, че корелацията расте, но се забелязва нарастващата роля на показателите от баланса на компанията. Тази тенденция се увеличава при групата на 20-те компании с най-висока стойност на EVA където коефициенти като обръщаемост на оборотния капитал, дълг/собствен капитал и обръщаемост на активите показват най-висока корелация. Д.Хал обобщава, че първоначално ключовите фактори на стойността на EVA са коефициентите на ефективността, но постепенно с подобряването на резултатите от дейността тяхната роля намалява и балансовите показатели се превръщат в приоритетни при създаването на акционерно богатство. Това определя ефективното управление на оборотния капитал и активите на компанията като първостепенна задача на мениджмънта при оптимизиране на ефективността от дейността и създаване на стойност за акционера.

Данните от изследване на чувствителността на EVA към КРІ в българските компании са в противовес на хипотезата на Дж.Хал, представена по-горе, според която при компаниите създаващи високи стойности на EVA силата на балансовите КРІ превишава тази на КРІ на ефективността. Относителните разлики между еластичността

<sup>14</sup> Hall, J. – “Dissecting EVA: the value drivers determining the shareholder value of industrial companies”, University of Pretoria, Working Paper, Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=304196>

също варират - при по-зле представящите се кломпании разликата между еластичностите е най-висока. Съдейки по медианите, едно интересно наблюдение е, че най-добре представящите се компании имат най-висок потенциал за развитие.

Анализът на чувствителността по индустрии (таблица № 8) не показва стабилни тенденции извън вече направените наблюдения. Данните показват, че еластичността варира в широки граници по сектори (за NOPAT от 0,14 до 5,34, а за WACC от 0,90 до 6,34). Най-силно влияние NOPAT или ROIC оказва в следните сектори: производство на химични вещества, продукти и влакна, производство на машини и оборудване, търговия, ремонт и техническо обслужване на автомобили и мотоциклети, на лични вещи и стоки за домакинството, добив, без добива на енергийни суровини и производство на продукти от други неметални минерални суровини.

Таблица № 8 Базова чувствителност на EVA към KPI (по сектори) (за периода 2003-2006 г.)

Сектор, подсектор	NOPAT		WACC		ROIC		IC	
	средно	медиана	средно	медиана	средно	медиана	средно	медиана
DA	1,53	1,41	1,78	1,69	1,53	1,41	1	1
DB	1,20	0,76	1,81	1,37	1,20	0,76	1	1
DG	3,22	1,98	3,90	2,69	3,22	1,98	1	1
DJ	1,04	1,20	1,29	1,39	1,04	1,20	1	1
DK	2,76	2,42	3,05	2,80	2,76	2,42	1	1
DL	8,36	1,49	8,88	1,87	8,36	1,49	1	1
F	2,09	1,53	2,24	1,63	2,09	1,53	1	1
G	2,49	2,40	2,74	2,65	2,49	2,40	1	1
H	0,51	0,51	1,34	1,34	0,51	0,51	1	1
I	1,78	1,57	2,53	2,33	1,78	1,57	1	1
J	1,58	0,85	1,79	1,35	1,58	0,85	1	1
CB	4,58	3,98	3,58	2,98	4,58	3,98	1	1
DD	3,00	1,29	3,00	1,79	3,00	1,29	1	1
DE	1,94	1,28	2,41	1,28	1,94	1,28	1	1
DH	2,30	1,04	3,01	2,04	2,30	1,04	1	1
DI	41,70	5,34	42,20	6,34	41,70	5,34	1	1
E	0,29	0,26	1,23	1,26	0,29	0,26	1	1
O	0,79	0,14	1,60	0,90	0,79	0,14	1	1

При производството на химични вещества; на машини и оборудване; търговия; транспорт; добив и производство на изделия от каучук и пластмаси EVA изпитва най-силно влиянието на WACC. Този факт може да се обясни с много ниските стойности на EVA в съответните сектори, което обуславя високия ефект на всяка промяна в ключовите фактори за ефективност, т.е. реализиране на висок ръст на ниска база. Други фактори, които оказват влияние са капиталоемкостта и структурата на източниците на финансиране на дейността. В посочените сектори се наблюдава финансиране предимно чрез собствени средства, което води до оскъпяване на среднопретеглената цена на капитала и предопределя потенциала за нейното оптимизиране.

Като последна стъпка в анализа, ще ранжираме KPI по критериите влияние върху величината на икономическата добавена стойност и възможността за осъществяване на контрол върху тях от страна на мениджърския екип. В тази стъпка се анализира възможността за оказване на влияние върху ключовите показатели за ефективност или това доколко те са зависими от вътрешни за компанията фактори или се определят от

средата, в която тя функционира. Това ограничава броя на ключовите показатели на ефективност и откроява тези, които имат основен принос за реализирането на принадлежна стойност. За удобство те могат да се систематизират под формата на матрица (таблица № 9).

Таблица № 9. Матрица на ключовите показатели на ефективност на компанията

<b>Контрол от страна на мениджмънта</b>	<b>Влияние върху стойността на EVA</b>	
	<b>Ниско</b>	<b>Високо</b>
<b>Висок</b>	I - Мониторинг	IV-Активно управление
<b>Нисък</b>	II - Нисък приоритет	III - Ограничено управление

Задачата на мениджмънта е да определи приоритетните фактори на стойността, разположени в IV блок и да управлява ефективно ресурсите на компанията, които оказват влияние на факторите на стойността, разположени в останалите блокове.

В резултат на проведения емпиричен тест сред 78 български компании за чувствителността на EVA към KPI считаме, че матрицата има следния вид:

- WACC е показателят, който трябва да е активно управляван, доколкото чувствителността на EVA към него е най-висока и подлежи на пряк контрол от страна на мениджмънта (вземане на решение за допълнително финансиране с дълг за намаляване на съвкупната цена на капитала).
- Инвестираният капитал подлежи на ограничено управление, тъй като има относително силно влияние върху EVA, но не е изцяло под контрола на мениджмънта, доколкото зависи от реакцията на капиталовия пазар към нови емисии ценни книжа, кредитоспособността на компанията и наличието на публична история.
- NOPAT е показател който трябва да подлежи на постоянен мониторинг от страна на мениджмънта на компанията поради ниската чувствителност на EVA към него и възможности за контролирането му (зависи главно от пазарния дял на компанията, конкурентоспособността на продукта и лоялността на клиентите).
- ROIC е резултативен показател за ефективността от стопанската дейност и като такъв подлежи на нисък приоритет от страна на мениджмънта. Основното правило тук е да се следи за реализиране на положителен спред на доходността, което е главното условие за положителни стойности на EVA.

В условията на бързо развитие на технологиите, глобализация на пазарите и изострена конкурентна борба стойностният подход е последното достижение в областта на корпоративното управление и най-съвременният инструмент на финансовия мениджър, който позволява ефективно да се планира, контролира и направлява дейността на организацията по пътя на достигане на желаните икономически цели. Независимо, че съществува вече повече от десет години, в България това поле във финансовото управление на компанията остава неразработено. Съществуват единични публикации<sup>15</sup> по проблема. Ето защо в настоящия доклад си

<sup>15</sup> Христов, Р. – „EVA като инструмент за управление на фирмените резултати”, сп. Мениджър, бр. 7/ 2005, с.66-68; Ненков, Д. – „Приложение на съвременните модели за оценка на цели предприятия в България”, Икономически алтернативи, бр.2 / 2005, с.25-42; Павлова, С. – „Финансовите отчети и доверието на банките”, Институт на дипломираните експерт – счетоводители в България, <http://www.ides.bg/bg/infobase.html>; Касърова, В., - Цит.съч; Касърова, В., Димитрова, Р. – Икономическата добавена стойност – понятие и ключови характеристики, Финансови иновации, НБУ,



поставяме за цел разработването на технология за внедряване на стойностното мислене и измерители в българските компании.

Измерването на ефективността на дейността чрез метриката EVA и тестването на чувствителността ѝ към ключовите показатели на ефективност е само първата крачка от този процес. Необходима е промяна в корпоративното управление, базиращо се на традиционните счетоводни показатели, които не отразяват реално стойността за инвеститорите и са в услуга по-скоро на мениджмънта. Внедряването на стойностния подход в българските компании ще изравни интересите на мениджъри и акционери, и ще постави акцента върху реалното създаване на стойност, а не нейното разрушаване. Това би повишило ефективността на бизнеса, респективно и неговата конкурентоспособност.

Компаниите, внедряващи стойностната философията реализират качествен скок<sup>16</sup> спрямо конкурентите си, които използват традиционната форма на организация на бизнеса. Това се дължи на повишаване на прозрачността на управление, по-ефективното използване на разполагаемите ресурси, заинтересованост на служителите, по-щателно планиране на инвестициите и ориентация към дългосрочна, а не краткосрочна изгода. Ето защо внедряването на стойностния подход в българските компании ще спомогне за създаването на баланс между краткосрочните, средносрочните и дългосрочните цели на бизнеса, като способства за формирането на универсален език в организацията. По този начин на съвременния етап от развитието на стратегическия мениджмънт умението да се създава стойност се превръща в източник на конкурентно предимство за компаниите, което не може да се купи и е трудно да се копира.

---

2008, стр. 89-113; Кавалджиева, К Съвременни подходи за оценка на капитала, <http://financebg.com/?act=showarticles&more=14387>

<sup>16</sup> Haspeslagh, P., Noda, T., Boulos, F. , "It's not just about the numbers", Harvard Business Review, No.July/August, 2001, p.65-73.

**Приложение № 1 Списък на компаниите от емпиричния тест**

№	ИМЕ	ОТРАСЪЛ	№	ИМЕ	ОТРАСЪЛ
1.	Каолин АД	<b>CB</b>	42.	ЗММ - Сливен АД	<b>DK</b>
2.	Винзавод Асеновград АД	<b>DA</b>	43.	Корадо България АД	<b>DK</b>
3.	Дупница БТ АД	<b>DA</b>	44.	Вапцаров АД	<b>DK</b>
4.	Кабиле-ЛБ АД	<b>DA</b>	45.	Випом АД	<b>DK</b>
5.	Птицевъдство Ломци АД	<b>DA</b>	46.	Енергоремонт Холдинг АД	<b>DK</b>
6.	Свинокомплекс Николово АД	<b>DA</b>	47.	М+С хидравлик АД	<b>DK</b>
7.	София БТ	<b>DA</b>	48.	Хидравлични елементи и системи АД	<b>DK</b>
8.	София мел АД	<b>DA</b>	49.	Гамакабел АД	<b>DL</b>
9.	Тракийско пиво АД	<b>DA</b>	50.	Оргтехника АД	<b>DL</b>
10.	Юрий Гагарин БТ	<b>DA</b>	51.	Електроника АД	<b>DL</b>
11.	Благодеевград-БТ АД	<b>DA</b>	52.	Елпром-ЗЕМ АД	<b>DL</b>
12.	Българска захар АД	<b>DA</b>	53.	ЕМКА АД	<b>DL</b>
13.	Варна-плод АД	<b>DA</b>	54.	Монбат АД	<b>DL</b>
14.	Захарни заводи АД	<b>DA</b>	55.	Спарки Елтос АД	<b>DL</b>
15.	Пловдив-БТ АД	<b>DA</b>	56.	Овергаз Инк. АД	<b>E</b>
16.	Декотекс АД	<b>DB</b>	57.	Заводски строежи АД - Девня	<b>F</b>
17.	Пангеа АД	<b>DB</b>	58.	Мостертой АД	<b>F</b>
18.	Рилски лен АД	<b>DB</b>	59.	Трансстрой АМ АД	<b>F</b>
19.	Тракийски памук АД	<b>DB</b>	60.	Холдинг Пътища АД	<b>F</b>
20.	Лесопласт АД	<b>DD</b>	61.	Кораборем. завод Одесос АД	<b>G</b>
21.	Фазерлес АД	<b>DD</b>	62.	Петрол АД	<b>G</b>
22.	Дуропак - Тракия Папир АД	<b>DE</b>	63.	Технополис - България АД	<b>G</b>
23.	Българска роза АД - Карлово	<b>DG</b>	64.	Топливо АД	<b>G</b>
24.	Капитан Дядо Никола АД	<b>DG</b>	65.	Рила Боровец АД	<b>H</b>
25.	Медика АД	<b>DG</b>	66.	Слънчев Ден АД	<b>H</b>
26.	Полимери АД	<b>DG</b>	67.	Албена АД	<b>H</b>
27.	Свилоса АД	<b>DG</b>	68.	Златни пясъци АД	<b>H</b>
28.	Арома АД	<b>DG</b>	69.	Пампорово АД	<b>H</b>
29.	Българска роза-Севтополис АД	<b>DG</b>	70.	Ривиера АД	<b>H</b>
30.	Оргакхим АД	<b>DG</b>	71.	Българска телекомуникационна компания АД	<b>I</b>
31.	Софарма АД	<b>DG</b>	72.	Параходство Български морски флот ЕАД	<b>I</b>
32.	Акумпласт АД	<b>DH</b>	73.	Параходство Българско речно плаване АД	<b>I</b>

33.	Асенова крепост АД	<b>DH</b>	74.	Балкантурист Елит АД-София	<b>J</b>
34.	Дружба стъklarски заводи АД	<b>DI</b>	75.	Доверие Обединен Холдинг АД	<b>J</b>
35.	Стоманени профили АД	<b>DJ</b>	76.	Руен Холдинг АД	<b>J</b>
36.	Алкомет АД	<b>DJ</b>	77.	Инвестор БГ	<b>O</b>
37.	Комбинат за Цветни Метали АД Пловдив	<b>DJ</b>	78.	Велбъжд АД	<b>DB</b>
38.	Кремиковци АД	<b>DJ</b>			
39.	Оловно цинков комплекс АД	<b>DJ</b>			
40.	Стомана Индъстри АД	<b>DJ</b>			
41.	Дружба АД	<b>DK</b>			

**Приложение № 2: Секторно и подсекторно разпределение на извадката**

Код	Сектор	Брой	Процент
DA	Производство на хранителни продукти, напитки и тютюневи изделия	15	19.23
DB	Производство на текстил и изделия от текстил; производство на облекло	5	6.41
DG	Производство на химични вещества, продукти и влакна	8	10.26
DJ	Металургия и производство на метални изделия, без производство на машини и оборудване	6	7.69
DK	Производство на машини и оборудване, без класифицираните в подсектор DL	8	10.26
DL	Производство на електро-, оптично и друго оборудване	7	8.97
F	Строителство	4	5.13
G	Търговия, ремонт и техническо обслужване на автомобили и мотоциклети, на лични вещи и стоки за домакинството	4	5.13
H	Хотели и ресторанти	6	7.69
I	Транспорт, складиране и съобщения	3	3.85
J	Финансово посредничество	3	3.85
CB	Добив, без добива на енергийни суровини	1	1.28
DD	Производство на дървен материал и изделия от него, без мебели	2	2.56
DE	Производство на дървесна маса, хартия, картон и изделия от хартия и картон; издателска и полиграфична дейност	1	1.28
DH	Производство на изделия от каучук и пластмаси	2	2.56
DI	Производство на продукти от други неметални минерални суровини	1	1.28
E	Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия, газообразни горива и вода	1	1.28
O	Други дейности, обслужващи обществото и личността	1	1.28

