

**НОВ БЪЛГАРСКИ УНИВЕРСИТЕТ**

---

**ДЕПАРТАМЕНТ “ИКОНОМИКА”**

**РАЛИЦА ДИМИТРОВА ДИМИТРОВА**

**СТОЙНОСТНО БАЗИРАНА ТЕХНОЛОГИЯ ЗА ВЗЕМАНЕ НА  
УПРАВЛЕНСКИ РЕШЕНИЯ ПО ФИНАНСОВ КРИТЕРИЙ**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**НА ДИСЕРТАЦИЯ ЗА ПРИСЪЖДАНЕ НА ОБРАЗОВАТЕЛНА И  
НАУЧНА СТЕПЕН “ДОКТОР”**

по професионално направление – “Икономика”

**НАУЧЕН РЪКОВОДИТЕЛ  
ДОЦ.Д-Р ВИОЛЕТА КАСЪРОВА**

СОФИЯ

2014

Пълният обем на дисертацията е 148 страници, от които заглавната страница, съдържанието и библиографията са 9 страници. Използваните литературни източници са 149 на български, английски и руски език.

# СЪДЪРЖАНИЕ

<b>I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД</b>	4
1. Актуалност на проблема	4
2. Степен на научна разработеност на проблема.	5
3. Обект и предмет на изследването	6
4. Теза, цели и задачи на изследването	6
5. Методика на изследването	7
<b>II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД</b>	8
<b>III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД</b>	9
1. Глава първа: Концептуални въпроси на стойностния подход в управлението на компанията	9
2. Глава втора: Механизъм за финансово управление на компанията на основата на икономическа добавена стойност	14
3. Глава трета: Технология за финансово управление на основата на EVA	22
4. Заключение	27
<b>IV. ПРИНОСНИ МОМЕНТИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД</b>	30
<b>V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД</b>	31

## I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

### 1. Актуалност на проблема

**Актуалността** на изследването в дисертацията се определя от необходимостта да се преодолее разрыва между стратегическото и оперативното управление на компанията чрез изграждане на система за управление, осигуряваща максимизиране на стойността на всички равнища в организацията. Във връзка с това авторът предполага, че фундаментален елемент на тази система е изграждането на методически апарат за определяне на ключовите показатели на ефективността, влияещи върху стойността на бизнеса, за измерване на чувствителността им към параметрите на средата и за мониторинг на процеса на максимизация на стойността на всички управленски равнища. Поставянето на стойността във фокуса на този апарат налага използване на специфична метрика в качеството на финансов критерий за оценка на въздействието на управленските решения върху създаването на стойност в компанията и благосъстояние за акционерите. При съществуващото разнообразие от иновационни измерители, които предлагат теорията и практиката на стойностния подход в управлението, наложително е подбор на критерий, съчетаващ простотата на разчетите с възможността адекватно да се характеризира работата на компанията и да се определи стойността ѝ. Според автора от всички съществуващи показатели, предназначени да оценят процеса на създаване на стойност и чрез стойността да измерят ефективността от дейността на компанията, особено внимание заслужава икономическата добавена стойност (*EVA - Economic value added*).

В развитите пазари стойностният подход<sup>1</sup> е достатъчно известен. В пазарни условия показател за ефективността на дейността на компанията е прираста на нейната стойност. В България концепцията е малко позната, но с развитието на капиталовия пазар и навлизането на чуждестранни инвестиции пред българските компании се

---

<sup>1</sup> Оригиналното наименование на концепцията е Value based management (VBM), а при превода ѝ на български език се срещат следните разновидности: „стойностно базиран мениджмънт“; „управление на стойността“; „управление, основано на стойността“, VBM концепция и „стойностен подход“. В настоящото изследване приемаме термина „стойностен подход“, който ще отбелязваме по-нататък с абривиатурата VBM.

появяват нови възможности за привличане на капитал, а взаимоотношенията с инвеститорите преминават на качествено ново ниво. Прякото копиране на опита на развитите страни при приложението на VBM е неприемливо, доколкото по наше мнение налице са редица препятствия в съществуващата у нас практика на корпоративно управление. Най-актуалните от тях са:

- Ниско ниво на зрялост и конкуренция в отраслите на българската икономика;
- Недостатъчно инвестиционно мислене на собствениците на капитала;
- Отсъствие на доверие между наемните агенти и акционерите на компанията;
- Недостатъчно развито законодателно регулиране на отношенията мениджмънт – собственик.

Особено остро стои проблемът при използване на пазарна информация за целите на оценка на стойността, при отчитане на високата степен на неопределеност на българската икономика. Това налага задачата за разработка и внедряване на методически апарат за планиране, анализ и оценка на ефективността на управленските решения от позицията на стойностния подход, като се отчита спецификата на един формиращ се пазар, какъвто е българският капиталов пазар. Този апарат трябва да включва методи за определяне на ключовите показатели на дейността, влияещи върху стойността на бизнеса, комплексна методика за определяне на чувствителността им към параметрите на средата и система за мониторинг на процеса на максимизация на стойността.

## **2. Степен на научна разработеност на проблема.**

Основите на стойностния подход като управленска концепция са формулирани в трудовете на Т.Колер, Т.Коупленд, Дж.Мурин, А. Рапапорт, Дж. Мактагърт, Б.Стюърт, А. Ербар, Д.Юънг, Ф. Вайсенрийдър, С. Уолш, Е.Хелферт, Е. Олсън.

Базисните идеи, методи и модели стойностния подход черпи от класическите теории на корпоративните финанси, развити в трудовете на: А. Маршал, М. Милър, Ф. Модилиани, М.Фридмън, Е.Фрииман, М. Гордън, М. Йенсен, У. Меклинг У. Шарп, Р. Брейли, П. Дракър, Ю. Бригхем, С. Майерс, Д. Ван Хорн, Л. Гапенски, А. Дамодаран, У. Пети, Ш. Прат, П.Фернандез, Г.Петров, М.Александрова, Д.Ненков.

Спецификата на стойностния подход в управлението на дейността на компанията, в условията на формиращ се пазар, е разгледана и в научните трудове на редица руски икономисти: И. Ивашковская, Т. Теплова, Д. Волков, О.Щербакова, С. Расказова и др.

### **3. Обект и предмет на изследването**

**Обект на изследването** е стойностно базираният мениджмънт като подход за стратегическо управление на компанията, насочен към достигането на максимално богатство за собствениците (акционерите).

**Предмет на изследването** са съвкупност от модели и показатели за измерване на стойността, формиращи управленски инструментариум, използван в рамките на стойностния подход.

### **4. Теза, цели и задачи на изследването**

**Тезата**, която се защитава е, че стойността се налага като интегрална оценка на компанията, адекватно отразяваща икономическата ѝ ефективност, финансово благополучие и перспективите на развитие. Благосъстоянието на акционерите се поставя като основна цел на управлението на компанията. За реализирането ѝ компанията използва показатели за прогнозиране и измерване на резултатите от дейността, които мотивират мениджърите да максимизират благосъстоянието на акционерите, информират за степента на достигането на тази основна цел, позволяват осъществяване на прозрачна и правилна оценка на достигнатото и отразяват потенциала на компанията за създаване на стойност в бъдеще.

**Целта на дисертационния труд** е изследване на теоретичните положения на стойностния подход и разработване на методически апарат за използването му в управление на ефективността от стопанската дейност на българските компании. Този апарат в дисертацията е дефиниран като стойностно базирана технология за вземане на управленски решения по финансов критерий.

За практическата реализация на дефинираната цел в дисертацията са поставени следните научно-приложни **задачи**:

1. Изследване еволюцията на стратегическия мениджмънт и методите за оценка и управление на ефективността на бизнеса;
2. Уточняване на предметната област и системата от основни понятия на стойностния подход в стратегическото управление на компанията;
3. Сравнителен анализ на метриците, използвани в счетоводния и финансовия аналитични модели и избор на финансов критерий за реализиране на стойностния подход в стратегическото управление на компанията;
4. Провеждане на емпиричен тест за връзката между икономическата добавена стойност, като финансов критерий за реализиране на стойностния подход и ключовите показатели за ефективност в български компании;
5. Разработване на технология за избор и обосновка на управленски решения в компанията на база икономическата добавена стойност;
6. Апробиране на разработената технология за финансово управление на основата на икономическата добавена стойност на примера на компании от хотелиерския сектор.

В изследването, авторът прави опит да докаже следните работни хипотези:

**Хипотеза 1:** Еволюцията на стратегическия мениджмънт и новата реалност за компаниите води до смяна на управленската парадигма и появата на стойностния подход.

**Хипотеза 2:** Принадлежността на компанията към определен сектор влияе върху размера на създаваната в стопанската организация икономическа добавена стойност.

**Хипотеза 3:** Максимизирането на икономическата добавена стойност може да бъде постигнато чрез въздействие върху ограничен кръг универсални за компаниите ключови показатели за ефективност.

## **5. Методика на изследването**

**Методическата и теоретичната база на изследването** е формирана на основата на изучаване, анализ и преосмисляне трудовете на чуждестранни и български учени, посветени на проблемите на финансовия отчет и финансовия анализ,

корпоративните финанси, стратегическия мениджмънт, стойността на компанията и процеса на управление ефективността на организацията на основата на стойностния подход. В качеството на икономическа информация са използвани официални статистически материали, резултати от теоретични и емпирични изследвания, практически данни за дейността на компании от различни отрасли. В процеса на изследването в качеството на инструментариум са използвани такива методи като системен и сравнителен анализ, икономико-математическо моделиране в областта на управлението на компанията и оценката на ефективността ѝ, методи на статистическия анализ, методи за оценка и управление на стойността на бизнеса.

## **II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

<b>УВОД</b>	<b>3</b>
<b>ГЛАВА 1 КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ НА СТОЙНОСТНИЯ ПОДХОД В УПРАВЛЕНИЕТО НА КОМПАНИЯТА</b>	<b>10</b>
1.1. Стойностния подход в управлението на компанията като продукт на еволуцията на стратегическия мениджмънт	10
1.2. Същност на стойностния подход като управленска концепция	23
1.3. Метрики на стойностния подход	37
<b>ГЛАВА 2 МЕХАНИЗЪМ ЗА ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА КОМПАНИЯТА НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ</b>	<b>55</b>
2.1. Същност и функции на икономическата добавена стойност (EVA) във финансовото управление на компанията	55
2.2. EVA и центровете на стойността в компанията	67
2.3. Емпиричен тест за връзката между икономическата добавена стойност и ключовите показатели за ефективност в български компании	77
<b>ГЛАВА 3 ТЕХНОЛОГИЯ ЗА ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА</b>	<b>102</b>



## **ОСНОВАТА НА EVA**

3.1 Стойностно базирана технология за вземане на управленски решения по финансов критерий икономическа добавена стойност	102
3.2 Приложение на технологията за финансово управление на основата на EVA върху компании от сектора хотели и ресторанти	112

<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b>	<b>138</b>
-------------------	------------

<b>ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА</b>	<b>142</b>
------------------------------	------------

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

### **III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

В тази част на автореферата са представени основните моменти в трите глави от дисертационния труд.

#### **1.ГЛАВА ПЪРВА. КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ НА СТОЙНОСТНИЯ ПОДХОД В УПРАВЛЕНИЕТО НА КОМПАНИЯТА**

*В първа глава* е проследена еволюцията на моделите за управление на компаниите, посочени са предимствата на финансовия модел за управление на стойността, уточнена е категорията „стойност”, като се доказва ефективността и актуалността на стойностния подход. Изведена е теоретичната база на стойностния подход като водещата съвременна концепция за управление на ефективността от дейността на компанията и богатството на собствениците. Систематизирани са основните финансови метрики, намиращи приложение при анализа и оценката на специфичните задачи и управленски решения.

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. Стойността е критерият, който реагира на колебанията в обема на продажбите, размера на инвестициите и изострянето на конкуренцията. Това са факторите, оказващи влияние върху стойността на бизнеса, а в краткосрочен план и на пазарната стойност на акциите. Поради това тя е във фокуса на управлението на компанията в качеството на главна стратегическа цел.

В тази част на дисертационния труд са изведени следните основни предимства на стойността в качеството ѝ на управленски критерий:

*Първо*, оценката на стойността се опира на по-обективни данни в сравнение с традиционните счетоводни коефициенти. Промените в методологията и различното счетоводно отчитане правят трудно съпоставянето на резултатите в два различни периода, както и между отделните компании. Освен това е възможно финансовата отчетност да съответства на счетоводните стандарти, но да не отразява истинската картина в компанията.

*Второ*, стойността отчита дългосрочните перспективи от дейността на компанията, тъй като в основата на оценката на стойността са прогнозните парични потоци. Обосновката на финансови решения на базата на краткосрочни показатели като печалба на акция и рентабилност на капитала може да доведе до неочаквани сътресения и вероятност от несъстоятелност в бъдеще.

*Трето*, стойността позволява да се отчита риска за инвеститорите (бизнес риск и финансов риск), който се включва в дисконтовата норма и по този начин обезпечава вземането на адекватни решения за инвеститорите.

*Четвърто*, стойността е интегрален показател, във формирането на който участват всички компоненти на икономическата дейност на стопанската организация, като съществуващите взаимозависимости са реални и позволяват да се проследи как въздействието върху един ключов фактор рефлектира върху крайния измерител за стойността на бизнеса.

*Пето*, стойността е най-достъпният и разбираем измерител от позицията на собствениците на бизнеса, които по презумпция не са със специализирана финансова подготовка и се нуждаят от ясен критерий за обосновка на управленските им решения.

Приведените в дисертацията аргументи потвърждават първата хипотеза на изследването, че на съвременния етап от еволюцията на стратегическия мениджмънт

компаниите осъществяват смяна в управленската си парадигма, като преминават от управление с цел максимизация на печалбата към управление с цел максимизация на стойността - стойностен подход (VBM).

Реализирането на стойностния подход в управлението синтезира няколко научни области, дисциплини и концепции, корпоративната мисъл и корпоративната практика. Според И.Ивашковская<sup>2</sup> в стойностния подход се интегрират корпоративното управление, оценката и управлението на стойността. Д. Волков<sup>3</sup> акцентира върху два основни източника на стойностно базираната концепция: теорията на корпоративните финанси (в частност раздела за финансовия мениджмънт, свързан с оценката на финансови активи и бизнеса като цяло) и финансовия анализ, по-конкретно раздела, свързан с рентабилността от дейността на организацията. Т.Коплан, Т.Колер и Дж.Мури<sup>4</sup> се концентрират само върху синтеза на корпоративните финанси и корпоративната стратегия. Д.Мартин и Д.Пети<sup>5</sup> свързват целевата функция на стойностния подход – създаване и увеличаване на стойността на компанията с финансите. Те считат, че структурата на финансовия отчет, преобразуван за целите на управлението на стойността, е заимствана от счетоводството; с бизнес стратегиите и бизнес планирането свързват изграждането и поддържането на конкурентни предимства на компанията, а към областта на организационното поведение и организационната култура отнасят системата за материално стимулирането на персонала. По-нататъшно развитие и конкретизиране на идеята за интердисциплинарния характер на стойностния подход прави В.Бусов.<sup>6</sup> Той отбелязва, че управлението на стойността е синтез от пет научни направления - управление на финансите, маркетинг, управление на персонала, стратегическо управление и счетоводство.

Стойностният подход фокусира вниманието на мениджъра върху генерирането на реална стойност на бизнеса, а не само на текуща печалба. Благосъстоянието на

---

<sup>2</sup> Ивашковская И.В., Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. Российский журнал менеджмента №4, 2004, с.113

<sup>3</sup> Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности, автореферат, Санкт-Петербург, 2007, с. 5

<sup>4</sup> Коупленд Т., Т.Коллер, Дж.Муррин. Стоимость компаний – оценка и управление. Олимп-Бизнес, М., 2005, с.2

<sup>5</sup> Мартин Д., Дж.В.Петти. VBM –управление, основанное на стоимости – корпоративный ответ революции акционеров. Баланс Бизнес Букс, Днепропетровск, 2006, с 13

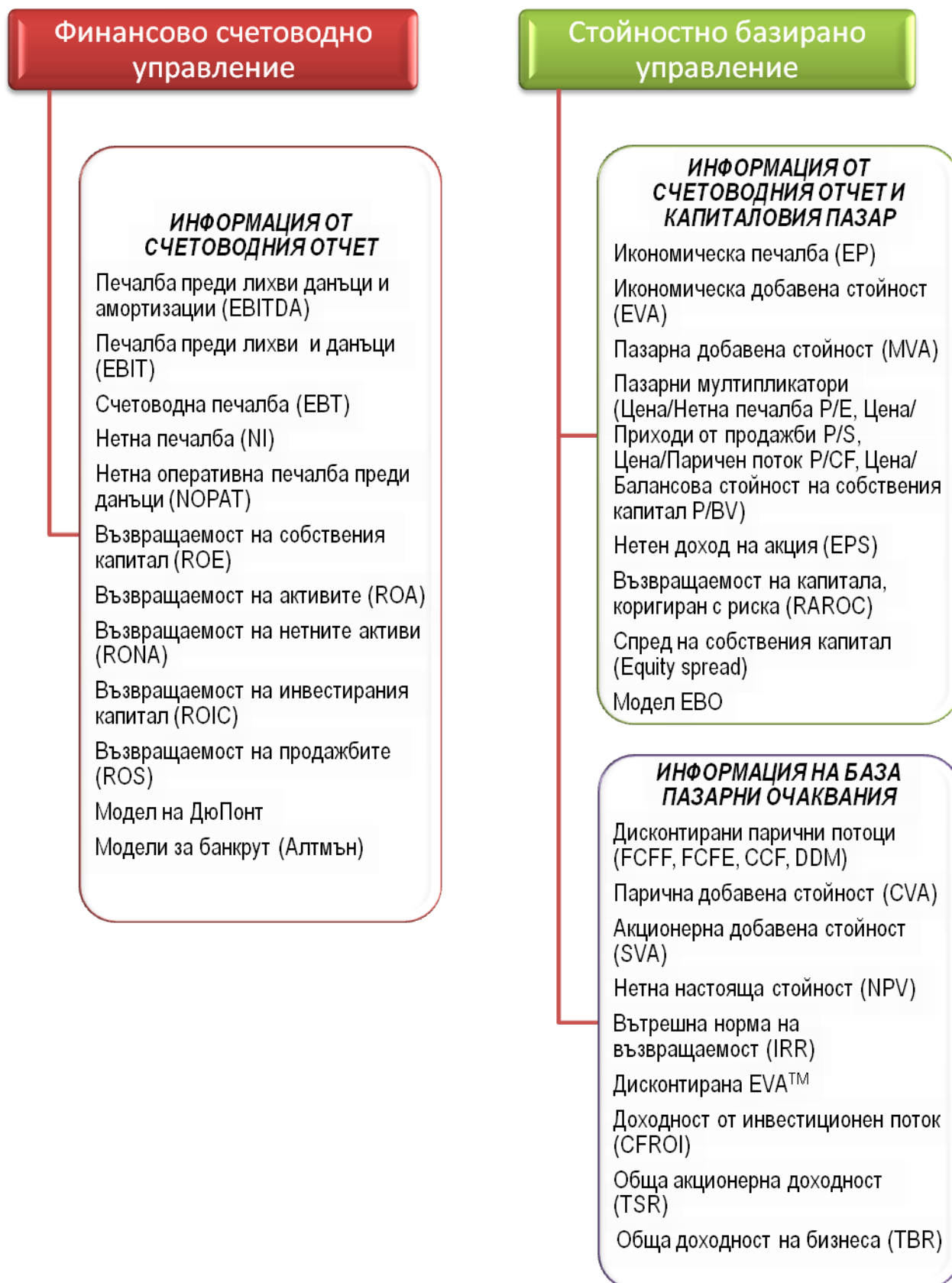
<sup>6</sup> Бусов В.И., Сущность и место управления стоимостью в управлении компанией, Российское общество оценщиков, № 4, 2007, с. 10-19

акционерите се поставя като основна цел на управлението на компанията и към реализирането ѝ е ориентирана цялостната дейност. Особеността тук е, че допълнителна стойност за акционерите се създава само тогава, когато възвращаемостта от инвестициите в компанията превишава тяхната алтернативна стойност. За реализирането на тази цел компанията използва показатели за прогнозиране и измерване на резултатите от дейността, които мотивират мениджърите да максимизират благосъстоянието на акционерите, информират за степента на достигането на тази основна цел, позволяват осъществяване на прозрачна и правилна оценка на достигнатото и отразяват потенциала на компанията за създаване на стойност в бъдеще.

Независимо че съществува вече повече от десет години, в България стойностният подход е малко познат, като компаниите все още се придържат към счетоводния модел за управление, целящ максимизиране на счетоводната печалба. Приложението му в българските компании е оправдано, тъй като ще повиши прозрачността и гъвкавостта на корпоративното управление, като приравни интересите на топ мениджърите към тези на акционерите и ще подобри използването на активите, като доведе до по-щателно планиране на инвестициите и ориентация към дългосрочна, а не краткосрочна изгода.

Стойностният подход в управлението на компаниите се реализира с помощта на система от специфични метрики (показатели, модели, методи, критерии, стратегически карти, програмни средства). Голямото разнообразие от такива метрики прави наложителен подбора на най-подходящите от тях във всеки конкретен случай. За тази цел в дисертацията са класифицирани показателите, намиращи широко приложение при анализа и оценката на специфичните задачи и управленски решения (схема №1). Използвани са критериите за принадлежност към счетоводния или финансовия модел за управление на компанията и използваната информационна база за формирането им.

Схема № 1 Показатели, използвани при финансово счетоводния и стойностния подход за управлението на компаниите



На база сравнителен анализ при формиране на инструментариума на предложената в дисертацията стойностно базирана технология за вземане на управленски решения по финансов критерий са предпочетени показателите на добавената стойност и по-конкретно измерителя икономическа добавена стойност EVA.

Практиката на редица водещи компании показва, че EVA е най-широко използваният измерител<sup>7</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. Изборът ѝ е обусловен от двукрата роля, или междинната ѝ позиция между счетоводния и финансовия модел за управление на компанията, доколкото тя стъпва на данните от счетоводния отчет и прави редица корекции. Това значително улеснява приложението ѝ в българските компании. За разлика от счетоводните метрики EVA взема предвид цената на целия ангажиран в компанията капитал, като отчита високата волатилност на доходите в условията на формиращ се капиталов пазар. Освен това EVA е цялостен модел за управление на компанията, който дава ясен целеви ориентир, позволява оценка на ефективността от стопанската дейност и успешно се корелира с пазарната добавена стойност MVA.

## **2. ГЛАВА ВТОРА. МЕХАНИЗЪМ ЗА ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА КОМПАНИЯТА НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ**

*Втора глава* изяснява същността и функциите на EVA във финансовото управление на компанията. Разгледани са двата алтернативни подхода за калкулирането ѝ – оперативен и финансов, както и необходимите корекции на входните данни от счетоводните отчети, целящи отразяване на икономическата стойност на активите и резултатите от дейността на компанията. Представени са изводите от някои ключови емпирични изследвания, които анализират влиянието на EVA върху

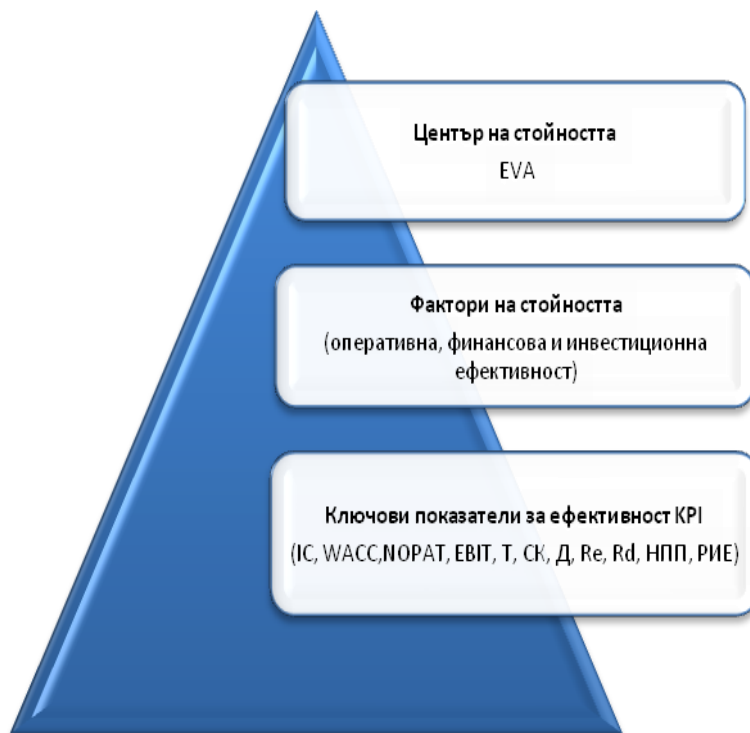
---

<sup>7</sup> Myers, R. - "Metric wars", CFO Magazine, Vol 12, October, 1996, p.41-50

създаването на пазарна добавена стойност (MVA), които ще бъдат проверени в трета глава.

Според нас създаването на стойност в компанията може да бъде разгледано като своеобразна пирамида (схема № 2), 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*



Доколкото EVA е финансов измерител, който се изчислява с помощта на определена математическа формула, това дава възможност за неговото декомпозиране, построяване на дърво на целите и разпределяне на отговорностите за постигането на набелязаните резултати. EVA позволява лесно да се проследят действията на мениджмънта по реализирането на главната корпоративна цел, да се открият факторите с най-голям и респективно с най – малък принос и да се набележат лостовете за управленска интервенция. Предложен е подход за декомпозиране на EVA до ключови показатели на ефективността (KPI – Key performance indicator) с оглед мониторинг

върху причинно – следствената връзка между КРІ и крайния измерител за ефективността на стопанската дейност.

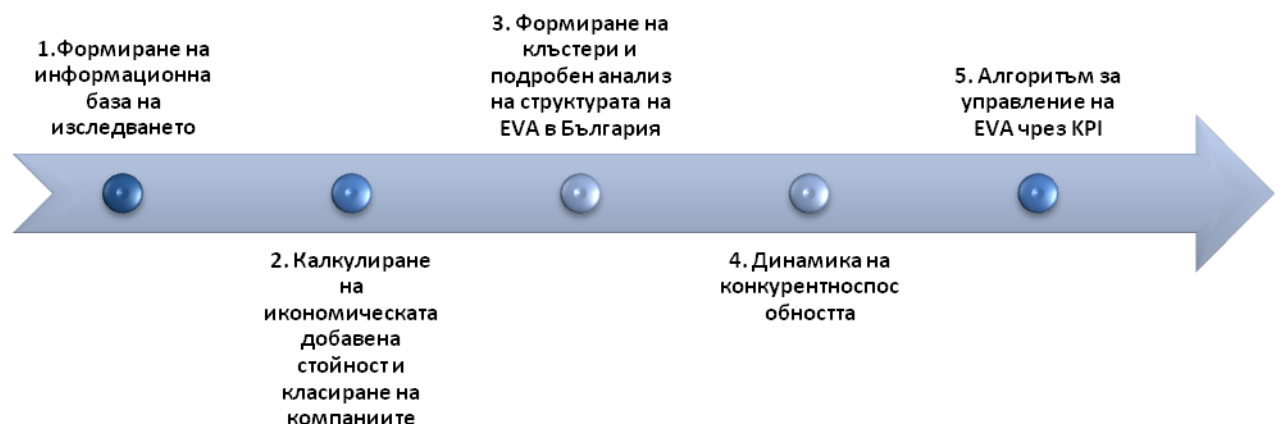
Според нас факторите на стойността могат да се обособят в три основни групи:

- ✓ *Ефективност на операционната дейност* - отразяват резултатите от основната дейност на компанията във връзка с увеличаване на обема на продажбите, намаляване на разходите за дейността и повишаване на производителността. Подобряването на значенията на всеки от тези показатели може да се реализира на практика без осъществяването на допълнителни инвестиции.
- ✓ *Ефективност на инвестиционната дейност на компанията* – измерват ефективността, която реализират инвестиционните проекти и различните бизнес комбинации и проекти осъществявани от компанията. Тук се взимат предвид инвестициите в реални активи със срок по-дълъг от една година.
- ✓ *Ефективност на финансовата дейност* - обхващат тези фактори на стойността, които измерват ефективността от използването на различни източници за финансиране на бизнеса, размяната на свободни парични средства на фондовия пазар и управлението на оборотния капитал на компанията.

В тази част от дисертацията е проведен емпиричен тест сред 78 български компании за четири годишен период в търсене на отговора на въпроса „Създава ли българският бизнес добавена стойност за своите акционери и кои са основните ключови фактори, оказващи влияние върху стойността?

Методологията на изследването преминава през следните пет последователни стъпки (схема № 3).

Схема № 3 Стъпки на емпиричния тест





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.

Извадката е стратифицирана по бизнес сектор, с цел да се представи възможно най-добре съвкупността предвид възможните зависимости между ключови променливи и сектора, в който компанията работи. Отрасловото разпределение на компаниите от извадката е представено в таблица № 1 <sup>8</sup>.

Таблица № 1: Отраслово разпределение и обща информация за извадката

Код	Отрасъл	Брой	Процент	Кумулативен процент
DA	Производство на хранителни продукти, напитки и тютюневи изделия	15	19.23	19.23
DB	Производство на текстил и изделия от текстил; производство на облекло	5	6.41	25.64
DG	Производство на химични вещества, продукти и влакна	8	10.26	35.9
DJ	Металургия и производство на метални изделия, без производство на машини и оборудване	6	7.69	43.59
DK	Производство на машини и оборудване, без класифицираните в подсектор DL	8	10.26	53.85
DL	Производство на електро-, оптично и друго оборудване	7	8.97	62.82
F	Строителство	4	5.13	67.95
G	Търговия, ремонт и техническо обслужване на автомобили и мотоциклети, на лични вещи и стоки за домакинството	4	5.13	73.08
H	Хотели и ресторанти	6	7.69	80.77
I	Транспорт, складиране и съобщения	3	3.85	84.62
J	Финансово посредничество	3	3.85	88.46
CB	Добив, без добива на енергийни суровини	1	1.28	89.74
DD	Производство на дървен материал и изделия от него, без мебели	2	2.56	92.31
DE	Производство на дървесна маса, хартия, картон и изделия от хартия и картон; издателска и	1	1.28	93.59

<sup>8</sup> Делението по сектори е извършено въз основа на Националната класификация на икономическите дейности, НСИ, 2003

	полиграфична дейност			
DH	Производство на изделия от каучук и пластмаси	2	2.56	96.15
DI	Производство на продукти от други неметални минерални суровини	1	1.28	97.44
E	Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия, газообразни горива и вода	1	1.28	98.72
O	Други дейности, обслужващи обществото и личността	1	1.28	100

Резултатите показаха че българските компании не създават икономическа добавена стойност (таблица № 2).

Таблица № 2 Описателни статистики за ключовите променливи

Променлива	Средна стойност	Медиана	Стандартно отклонение
Инвестиран капитал 2003 (хил. лв.)	67,837	18,338	167,428
Инвестиран капитал 2004 (хил. лв.)	76,138	18,199	189,055
Инвестиран капитал 2005 (хил. лв.)	87,591	21,103	208,188
Инвестиран капитал 2006 (хил. лв.)	115,530	28,261	286,577
NOPAT 2003 (хил. лв.)	3,449	207	28,421
NOPAT 2004 (хил. лв.)	7,160	660	28,297
NOPAT 2005 (хил. лв.)	6,033	1,131	17,562
NOPAT 2006 (хил. лв.)	6,047	1,361	25,204
ROIC 2003 (%)	0.77	2.41	26.00
ROIC 2004 (%)	4.42	2.66	21.19
ROIC 2005 (%)	5.57	4.46	14.36
ROIC 2006 (%)	4.96	4.72	15.68
WACC 2003 (%)	13.22	12.52	2.86
WACC 2004 (%)	12.04	11.62	2.79
WACC 2005 (%)	10.99	10.75	3.24
WACC 2006 (%)	10.65	10.46	2.43
EVA 2003 (хил. лв.)	(6,789)	(1,315)	18,401
EVA 2004 (хил. лв.)	(4,058)	(929)	12,529
EVA 2005 (хил. лв.)	(5,974)	(746)	28,492
EVA 2006 (хил. лв.)	(8,715)	(821)	41,593

Независимо от този факт, броят на компаниите, които имат положителни стойности на EVA, се увеличава постоянно в периода на извадката. Сред отраслите, които създават най –висока стойност на EVA, попадат добивната промишленост, производството на дървен материал и изделия от него и сектора производство на

хранителни продукти, напитки и тютюневи изделия. Индустриите, които подобряват стойностите на EVA, са производството на химични вещества, производството на електро, оптично и друго оборудване, производство на продукти от други неметални минерални суровини. Сред губещите добавена стойност са секторите за производство на машини и оборудване, финансово посредничество и производството на изделия от каучук и пластмаси.

Резултатите от анализа показват, че се потвърждава втората хипотеза на изследването, според която индустрията, в която компанията работи, има значимо влияние върху стойността на EVA. Стойностите са относително стабилни за периода на изследването, като около 40% от вариацията в EVA се дължи на индустриалното разпределение на компаниите. В последната анализирана година резултатите все още са значими, но процента обяснена вариация е по-нисък (19.60 %), което може да бъде интерпретирано като резултат от консолидацията и диференциацията на клъстери от компании с близки нива на конкурентоспособност, които преминават границите на секторната им принадлежност.

За оценка на динамиката на конкурентоспособността на българските компании е извършен клъстерен анализ, като е анализирано движението между отделните клъстери. Докато клъстерите са ясно дефинирани по отношение на EVA, те не следват стабилно отрасловите линии. Първият клъстер показва концентрация на компании от текстилния сектор и сектора за производство на електро, оптично и друго оборудване. Вторият се характеризира с по-голяма концентрация на компании от хранителния сектор, производството на машини и оборудване, строителството и финансовото посредничество. В клъстер 4 са концентрирани компаниите от секторите за производство на химични продукти и хотелиерството. Самите комбинации на сектори не са достатъчно ясни, за да можем да дефинираме природата на всеки клъстер в чисто икономически смисъл. Изглежда, че основният двигател на разделението на компаниите не е отрасъла, а по-скоро индивидуалните бизнес процеси на всяко предприятие. В някои отрасли те са по-хомогенни, което обяснява поне частично секторната концентрация на стойностите. Динамиката на клъстерите е представена в таблица № 3.

Таблица № 3 Динамика на клъстерите, подредени по EVA

Клъстер	2003 г.		2004 г.		2005 г.		2006 г.	
	Брой компании	Стойност EVA	Брой компании	Стойност EVA	Брой компании	Стойност EVA	Брой компании	Стойност EVA
1	24	93.43	3	5913.17	13	1033.67	8	3259.90
2	20	-1123.67	33	-60.59	26	-481.66	41	-462.55
3	11	-2738.14	21	-2491.86	16	-1987.91	10	-3069.93
4	8	-5070.72	9	-6275.74	5	-5245.13	8	-5818.91

Данните показват запазване на ранга на компаниите в голяма степен. Или вертикалната мобилност е по-скоро възможна за компаниите със сравнително висока стартова позиция (средна), отколкото за ниските и най-ниските класове, където движението над 1 клас нагоре е силно ограничено.

Ключовите показатели за ефективност, чиято връзка с икономическата добавена стойност ще бъде разгледана са: инвестиран капитал (IC), нетна оперативна печалба след данъци (NOPAT), рентабилност на инвестиция капитал (ROIC) и среднопретеглена цена на капитала (WACC).

След дефинирането на ключовите показатели за ефективност в компанията се определя чувствителността на EVA спрямо всеки един от тях. Чувствителността на EVA спрямо KPI показва с колко процента се изменя този параметър при изменение с 1% на един от тези фактори. За оценка на чувствителността може да се използва следната формула за еластичност<sup>9</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 тази формула е в бързия и лесен начин на използването ѝ. Недостатък се явява предположението за отсъствие на хоризонтално влияние на факторите (базова чувствителност).

При анализа на базовата чувствителност на ключовите показатели за ефективността на компаниите се забелязва, че най-големи подобрения могат да се очакват от мениджърски решения, обвързани с оптимизацията на цената на капитала

<sup>9</sup> Самохвалов, В., Как определить ключевые финансовые факторы стоимости?, Журнал Управление Компанией, №05,2004, с.34-38

(WACC), следван от оптимизация на инвестициите (IC), управление на печалбата (NOPAT) и възвращаемостта на инвестирания капитал (ROIC). Наблюдаваме и факта, че отделни KPI имат по-силно влияние в някои сектори от икономиката. Така например чувствителността на EVA към NOPAT и ROIC е най-силна при: производството на химични вещества, производство на машини и оборудване, търговия, добив и производство на продукти от други неметални минерални суровини. От своя страна WACC оказва най-силно влияние при: производството на химични вещества; производство на машини и оборудване; търговия; транспорт; добив и производство на изделия от каучук и пластмаси. Обяснението за това се крие в изначално ниските стойности на показателя EVA в съответните отрасли, което обуславя високия ефект на всяка една промяна в ключовите фактори за ефективност (висок ръст на ниска база).

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 № 4).

Таблица № 4 Матрица на ключовите показатели на ефективност на компанията

<i>Контрол от страна на мениджмънта</i>	<i>Влияние върху стойността на EVA</i>	
	<i>Ниско</i>	<i>Високо</i>
<i>Висок</i>	I - Мониторинг	IV-Активно управление
<i>Нисък</i>	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.

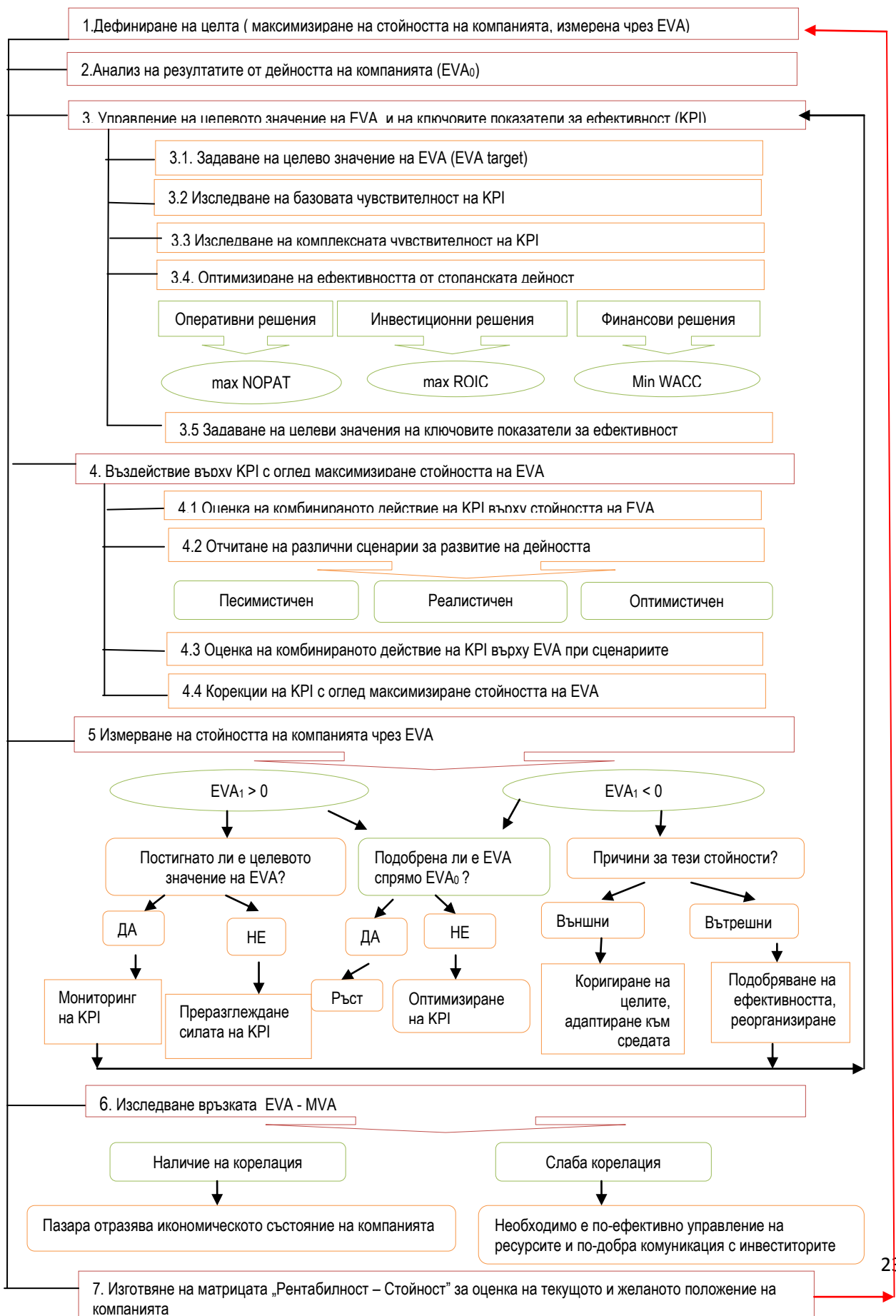
В резултат на проведения емпиричен тест сред 78 български компании за чувствителността на EVA към KPI считаме, че WACC е показателят, който трябва да е активно управляван, доколкото чувствителността на EVA към него е най-висока и подлежи на пряк контрол от страна на мениджмънта (вземане на решение за допълнително финансиране с дълг за намаляване на съвкупната цена на капитала).

### **3.ГЛАВА ТРЕТА. ТЕХНОЛОГИЯ ЗА ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА ОСНОВАТА НА EVA**

*В трета глава* е предложена стойностно базирана технология за вземане на решения по финансов критерий, която се фокусира върху създаването на стойност чрез въздействие на факторите на стойността и паричния поток на компанията (схема №4). Технологията е апробирана върху три компании (Албена АД, Слънчев ден АД и Пампорово АД) от сектора хотели и ресторанти, който се очерта като губещ добавена стойност при емпиричния тест за конкурентоспособността на българските компании. Времевият хоризонт на анализа е разширен с една година, за да се обхванат и текущите тенденции в отрасъла. Предложен е конкретен алгоритъм от стъпки за постигане на целевото значение на EVA (ръст 50 %) въз основата на въздействие върху ключовите показатели за ефективност (KPI). Изследва се комплексната чувствителност, която за разлика от базисната, взема предвид всички ефекти на изменението в някой от ключовите показатели върху EVA.

Резултатите от анализа показаха, че и за трите компании ранжирането на KPI по важност е едно и също при базовата и комбинираната чувствителност (чувствителността на EVA към WACC е по-голяма от тази към NOPAT и ROIC). При комплексната обаче чувствителността на EVA спрямо IC е еднаква с тази към цената му, което поставя двата ключови показатели за ефективност, контролиращи нивото на капиталовите разходи, на еднаква позиция по важност.

Схема № 4 Стойностно базирана технология за вземане на управленски решения по финансов критерий EVA



Разработена е стратегия за въздействие върху КРІ с оглед максимизиране стойността на EVA. Съсредоточаваме се върху конкретните действия, които мениджмънта може да предприеме в кратко- и средносрочен план, а именно въздействие върху NOPAT (*чрез увеличение на обема на продажбите, ограничаване на постоянните разходи и ограничаване на променливите разходи*) и WACC (*чрез преразпределение на средствата от собствено към дългово финансиране*).

Оценено е влиянието на макроикономическата среда и политика върху стратегиите за постигане на по-висока конкурентна позиция на компанията, като са формирани три сценария на развитие на дейността (оптимистичен, реалистичен и песимистичен – таблица №5).

Таблица № 5 Общо влияние на сценариите върху EVA

Компания	Песимистичен	Реалистичен	Оптимистичен
Албена	-36.59%	-9.11%	17.66%
Пампорово	-21.73%	-5.25%	13.13%
Слънчев ден	-20.06%	-2.05%	18.99%

Резултатите показват, че при един песимистичен вариант на развитие в макроикономическата рамка на страната компаниите биха загубили между 20,06 % от стойността на EVA при „Слънчев ден” АД до 36,59 % при „Албена” АД. Обратно, оптимистичният сценарии за развитие на средата реализира ръст на EVA от 13,13 % при „Пампорово” АД до 18,99 % в случая на „Слънчев ден” АД. Забелязваме, че реалистичният сценарии води до загуба на икономическа добавена стойност, като тя има най-ниско значение при „Слънчев ден” АД (-2,05 %) , следван от „Пампорово” АД (-5,25 %) и „Албена” АД с -9,11%.

Реализирана е примерна стратегия на мениджърска интервенция, в която приходите от продажби са увеличени с 15%, цената на капитала е намалена с 10% , а инвестирания капитал е намален в размер на 5% от началната им стойност. В резултат на въздействието във всички сценарии компаниите подобряват своите значения на EVA. Тези данните потвърждават третата хипотеза на дисертацията, че максимизирането на EVA може да бъде постигнато чрез въздействие върху ключовите



показатели за ефективност. Величината на EVA на трите анализирани компании преди и след въздействието са представени в таблица № 6.

Таблица № 6 Стойности на EVA преди и след въздействието върху KPI

Сценарии	Албена АД		Пампорово АД		Слънчев ден АД	
	Преди (EVA <sub>0</sub> )	След (EVA <sub>1</sub> )	Преди (EVA <sub>0</sub> )	След (EVA <sub>1</sub> )	Преди (EVA <sub>0</sub> )	След (EVA <sub>1</sub> )
Оптимистичен	-26202	-6726	-3790	-3109	-7152	-4790
Реалистичен	-34722	-14066	-4592	-3909	-9010	-6382
Песимистичен	-43463	-22456	-5311	-4622	-10601	-7819

В резултат на симулираната мениджърска интервенция върху ключовите показатели на ефективност една от компаниите („Албена” АД) постигна предварително дефинираната целева стойност на EVA – ръст от 50 %, като реализира ръст съответно от 79,57 % (оптимистичен), 73,84 % (реалистичен) и 68,78 % (песимистичния сценарии). Другите две компании се приближиха към желаната стойност, но е необходимо да предприемат допълнителни мерки по оптимизиране на възвращаемостта от инвестицията, цената на капитала и насочването на капитала към ефективни дейности.

Измерена е силата на взаимовръзката между EVA и MVA. Резултатите показват сравнително висока корелация EVA-MVA при „Албена” АД и слаба корелация при „Пампорово” АД и „Слънчев ден” АД. Липсата на силна корелация се обяснява с два феномена, характерни за формиращите се пазари - нереалистично високите очаквания относно бъдещите печалби на компаниите, резултиращи във високи пазарни цени и прекъснатата връзка между фундаментална и пазарна стойност, което не позволява корекция на цените.

Оценено е текущото положение на компаниите в матрицата Рентабилност – Стойност, като характерно е движението от III към II квадрант (таблица № 7).

Таблица № 7 Матрица рентабилност - стойност

Пазарна добавена стойност MVA	Сред ROIC - WACC	
	Отрицателен	Положителен
Положителна	II	I
Отрицателна	III	IV

Зададена е единна проекция за управление насочена към реализирането на водещата корпоративна функция, представена схематично като попадане в квадрант I.

Тенденцията от изследваните компании показва, че капиталовложенията се увеличават и инвестиционната активност се засилва, но поради негативното значение на спреда на доходността компаниите разрушават EVA. От друга страна, пазарът оценява този бранш като примамлив за инвестиции и потенциален за генериране на богатство и MVA расте. Необходими са конкретни мерки по деинвестиране на капитала от дейностите, които не генерират минимално изискуемата доходност, оптимизиране на финансовия левъридж, ръст в приходите от продажби и възвращаемостта.

В заключение са формулирани най-значимите изводи в резултата на проведеното изследване и са дадени препоръки от практически характер.

Предвид броя на изследваните от нас компании е трудно да се направи оценка за доходността в сектора като цяло, но от примера на тези публични дружества става ясно, че в анализирания период хотелиерският бизнес в България не е доходноносен за инвеститорите, т.к. разрушава икономическа добавена стойност. Тенденцията от изследваните компании обаче показва, че капиталовложенията се увеличават и инвестиционната активност се засилва.

Доколкото цената на капитала се определя от макросредата и рисковия профил на сектора, които не зависят от действията на мениджъра, техните усилия трябва да се съсредоточат върху модернизация и реконструкцията на наличната база и инфраструктура, оптимизиране на финансовия левъридж, чрез преразпределяне на относителните тегла на източниците на финансиране. Главният проблем за трите анализирани компании остава ниската възвращаемост на инвестицията, която не може да покрие алтернативната цена на капитала. Това е основният двигател на разрушената икономическа добавена стойност на бизнеса.

Необходими са конкретни мерки по изтегляне на капитала от дейностите, които не генерират доходност, превишаваща изискуемата такава, ръст в приходите от продажби, който да изпреварва темпът на ръст на разходите. Стабилизирането на приходите и намаляването на сезонния характер на дейността може да се реализира чрез разширяване на спектъра (конферентен и балнеолечебен туризъм) и качеството на предлаганите услуги, използване на онлайн продажби.

Тенденцията в движението на показателя пазарна добавена стойност през изследвания период изразява увеличаване интереса и оптимизма на инвеститорите. Пазарът оценява този сектор като примамлив за инвестиции и потенциален за генериране на богатство. Ръстът, който се наблюдава, е добра предпоставка за ефективно развитие на отрасла и за повишаване благосъстоянието на акционерите в бъдеще.

Повишаването на привлекателността на компаниите и задържането на инвестициите изискват адекватно поведение от страна на управляващите относно доходността на капитала. За да се стабилизира финансовото здраве на бизнеса и да превърне този растеж в ефективен дейността на мениджмънта, трябва да се излезе от консервативната политика на счетоводния модел с главна цел реализиране на положителен финансов резултат и да се възприеме новата концепция за създаване и добавяне на богатство за акционерите. Прилагането на финансово управление на основата на EVA изисква от мениджмънта ясно идентифициране на ключовите фактори на стойността и конкурентните предимства на компанията. В този смисъл изследването демонстрира, че максимизирането на EVA може да бъде постигнато чрез въздействие върху ограничен кръг ключови показатели за ефективност.

#### **4. Заключение**

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, позволяващ ефективно да се планира, контролира и направлява дейността на организацията по пътя на достигане на желаните икономически цели. Показателят стойност се налага като интегрална оценка на компанията, адекватно

отразяваща икономическата ѝ ефективност, финансово благополучие и перспективи на развитие. Стойността е критерият, който реагира на всяко едно колебание в обема на продажбите, размера на инвестициите и изострянето на конкуренцията. Поради това тя е във фокуса на управлението на компанията в качеството на главна стратегическа цел в новата управленска концепция.

На база сравнителен анализ при формиране на инструментариума на предложената в дисертацията стойностно базирана технология за вземане на управленски решения по финансов критерий са предпочетени показателите на добавената стойност и по-конкретно измерителя икономическа добавена стойност EVA. Изборът ѝ е обусловен от ролята ѝ на свързващо звено между счетоводния и финансовия модели за управление на компаниите. За това благоприятства и функцията ѝ на модел за управление на компанията с целеви ориентир създаването на богатство за акционерите.

Проведеният в дисертацията емпиричен тест сред 78 български компании, разпределени в 7 сектора и 11 подсектора, търси отговор на въпроса „Създава ли българският бизнес икономическа добавена стойност и кои са ключовите фактори, оказващи влияние върху този процес?“. Тестът обхваща четири годишен период и показва, че броят на компаниите, които имат положителни стойности на EVA се увеличава. Малкият им относителен дял, обаче обяснява факта, че средно за съвкупността от компании през целия период показателят EVA е с отрицателна стойност. 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). Същите са дефинирани като ключови показатели за ефективност (KPI), управленското въздействие върху които води до промяна в EVA. В изследването се идентифицира, че чувствителността на EVA към посочените ключови показатели за ефективност се влияе от сектора, към който принадлежи компанията. Така например, при производството на химически вещества; производство на машини и оборудване; търговия, добив и производство на продукти от други неметални минерални суровини EVA е най-чувствителна към NOPAT и ROIC. 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.

За създаването на икономическа добавена стойност чрез въздействие върху факторите на стойността в дисертацията е разработена стойностно базирана технология за вземане на решения по финансов критерий, като в качеството на такъв критерий е избрана EVA. Технологията е апробирана върху три компании („Албена” АД, „Слънчев ден” АД и „Пампорово” АД), принадлежащи към сектора хотели и ресторанти. В емпиричния тест този сектор се очерта като губещ стойност. Технологията е разработена като конкретен алгоритъм за максимизиране на EVA чрез въздействие върху ключовите показатели за ефективност (KPI).

В резултат на прилагането на тази технология се установи, че базовата чувствителност на EVA към WACC в анализираниите компании е по-голяма от тази към NOPAT и ROIC. При комплексната чувствителност, обаче EVA е еднакво чувствителна към IC и цената му (WACC). Този факт поставя тези два ключови показатели за ефективност, контролиращи нивото на капиталовите разходи, на еднаква позиция по важност.

Разгледани са конкретни действия, които мениджмънта може да предприеме в кратко- и средносрочен план, а именно въздействие върху NOPAT (чрез увеличение на обема на продажбите, ограничаване на постоянните разходи и ограничаване на променливите разходи) и WACC (чрез преразпределение на средствата от собствено към дългово финансиране). Оценено е влиянието на макроикономическата среда и политика върху стратегиите за постигане на по-висока конкурентна позиция на компанията, като са формирани три сценария на развитие на дейността (оптимистичен, реалистичен и песимистичен). Технологията реализира примерна стратегия на мениджърска интервенция, в която приходите от продажби са увеличени с прираст от 15%, цената на капитала е намалена с относителен спад от 10%, а инвестираният капитал е намален с 5% относителен спад. В резултат на въздействието във всички сценарии компаниите подобряват значението си на EVA. Най-силно се откроява „Албена” АД, която постига целевото значение на EVA, а останалите две компании се приближават към желаната стойност, но е необходимо да предприемат допълнителни мерки по оптимизиране на ROIC, WACC и IC.

Авторът изразява становището, че прилагането на концепцията на стойностния подход в управлението способства за оптимизиране на процеса на вземане на решения, т.к. ясно дефинира стратегическия ориентир на бизнеса като съгласува краткосрочните и дългосрочните цели и интересите на всички заинтересовани лица.

#### **IV. ПРИНОСНИ МОМЕНТИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД**

1. Разработен е методически подход за построяване на система от ключови показатели за ефективност (*KPI – Key performance indicators*) на основата на показателя икономическа добавена стойност (*EVA- Economic value added*) (включваща фактори на стойност и ключови показатели на ефективност). Подходът дефинира чувствителността на EVA към ключовите показатели за ефективност и позволява ранжирането им според: силата на влиянието им върху EVA и възможността за мениджърски контрол върху тях.
2. Проведен е емпиричен тест за измерване на икономическата добавена стойност (EVA) в периода 2003-2006 г. на 78 български компании (74 от които търгувани на БФБ), принадлежащи към 7 сектора и 11 подсекора на икономиката. В теста е проверена чувствителността на EVA към четири ключови показатели на ефективност: нетна оперативна печалба след данъци (*NOPAT – Net operating profit after taxes*), среднопретеглена цена на капитала (*WACC – Weighted average cost of capital*), рентабилност на инвестиция капитал (*ROIC – Return on invested capital*) и инвестиран капитал (*IC- Invested capital*) и е формулирано заключение, че най-висока е чувствителността на EVA към WACC.
3. Предложена е конкретна технология за вземане на управленски решения с използване на EVA като финансов критерий за максимизация на стойността, която е апробирана върху три компании от сектора хотели и ресторанти.

## СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Касърова, В., Димитрова, Р., Икономическа добавена стойност (EVA<sup>TM</sup>) понятие и ключови характеристики”, сборник „Финансови иновации” ,НБУ, 2008, с.89-113
2. Цончев, Р., Димитрова, Р., Формиращите се пазари: особености на определяне на цената на собствения капитал” , сборник „Финансови иновации” , НБУ, 2008, с.63-88
3. Касърова, В., Димитрова, Р., Енчев, Р., Пампорова, А., Николова, В., Приложение на балансираната система от показатели в управлението на предприемаческия университет – аналитичен обзор, сборник „Финансови иновации”, НБУ,с.295-328
4. Касърова, В, Димитрова, Р. – „Анализ на финансов отчет”, София, 2005 ръкопис в НЦТБ под № Нд 373/2005 (т.3.5, 3.6, приложение 1, приложение 2)
5. 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.
6. Димитрова, Р., Интелектуалният капитал, балансираната система от показатели и добавената стойност в компанията, конференция с международно участие „Икономика на знанието – възможности и предизвикателства пред висшето образование”, Бургаски свободен университет, Бургас, 13-15 юни 2008 г.
7. Касърова, В., Димитрова, Р., Сяров, Л. EVA-Метриката в новия прочит на финансовия анализ, научна конференция с международно участие „Авангардни научни инструменти в управлението”, 19.09-23.09.2008, УОБ на УНСС, Равда
8. Касърова, В., Димитрова, Р., EVA като критерий за стопанска ефективност, юбилейна международна научнопрактическа конференция „Модернизация на икономиката – макроикономически, финансови и социални аспекти, 6-7. 11. 2008, Свищов