

---

# **СТОЙНОСТНИЯТ ПОДХОД В УПРАВЛЕНИЕТО НА КОМПАНИЯТА КАТО ПРОДУКТ НА ЕВОЛЮЦИЯТА НА СТРАТЕГИЧЕСКИЯ МЕНИДЖМЪНТ**

---

**Докторант РАЛИЦА Д. ДИМИТРОВА**

*Нов български университет,  
департамент „Икономика и бизнес администрация”*

**П**очти две десетилетия българските компании решават сложни задачи, свързани с прехода към пазарна икономика, създаване и поддържане на конкурентни предимства в условията на глобализиращи се пазари, ограниченост на ресурсите и агресивна външната среда. В тези условия корпоративният успех е резултат преди всичко от приложението на идеите и подходите на стратегическия мениджмънт, а ефективната корпоративна стратегия се превръща в неоспоримо конкурентно предимство на всяка организация.

Повечето изследователи са единодушни, че стратегическият мениджмънт определя насоката на развитие на компанията чрез мисията и целите ѝ, отговаряйки по този начин на въпроса „какво да се направи”, за разлика от оперативния мениджмънт, който определя „как това да се направи”. От такива позиции К. Каменов справедливо дефинира стратегическия мениджмънт като активно управление<sup>1</sup>, за което целта е условие за успешна дейност в дългосрочна перспектива и надеждна основа за търсене на необходимите за постигането ѝ ресурси. Аналогична е позицията и на Л. Голдщайн, Т. Нолан и Дж. Файфър<sup>2</sup>, разглеждащи стратегическия мениджмънт като процес, чрез който висшият мениджмънт си представя бъдещето на организацията и разработва процедури и операции, за да го реализира.

В настоящата статия се придържахме към разбирането, че стратегическият мениджмънт е процес, чрез който мениджърите обосновават

---

<sup>1</sup> Каменов, К. Мениджмънт. Велико Търново, 1998, стр.189.

<sup>2</sup> Goodstein, L. D., Nolan, T. M., Pfeiffer, J. W. Applied strategic planning: How to develop a plan that really works. NY: McGraw Hill, Inc., 1993, p. 6.

и избират целите на дългосрочното развитие на компанията и разработват стратегия за постигането им. В този контекст целеполагането е ключов елемент на стратегическия мениджмънт, тъй като целите дават интегрална характеристика на бъдещото и желано състояние на организацията и възможност на ръководството да прогнозира и контролира дейността ѝ<sup>3</sup>.

Процесът на определяне на целите е сложен и противоречив, тъй като организацията е център на интереси, чиито носители са различни групи заинтересовани лица. Това поражда проблеми, свързани с избор от множество цели, с удовлетворяване изискванията на повече групи заинтересовани лица и постигане на баланс между различните цели. Повечето автори се обединяват около мнението за ранжиране на целите. М. Андреева<sup>4</sup> акцентира върху подреждането на целите по важност, за да се осигури приоритетно задоволяване на онези потребности, които са от най-голямо значение за компанията. Г. Латам и Г. Юкъл<sup>5</sup> обръщат внимание върху количеството на целите, отбелязвайки, че системата за управление чрез целите е ефективна, ако включва между 6 и 12 различни основни цели. В противен случай за мениджъра е изключително трудно да отдели внимание на всяка една от тях. Според А. Доралийски<sup>6</sup> желателно е броят на целите да бъде по-малък, за да бъде „по-ясен стратегическият фокус на организацията и нейните приоритети“. А. Съндарам и А. Инкпен<sup>7</sup> отиват по-далеч, отбелязвайки, че наличието на повече от една водеща корпоративна цел затруднява управленския процес или го прави невъзможен. Подобно мнение изказва и М. Йенсен<sup>8</sup>, според който управленските решения са по-ефективни, когато мениджърът има зададена пред себе си една водеща цел.

Възлагайки на мениджъра да максимализира няколко функции, някои от които противоположни, процесът на вземане на ефективни решения се усложнява още повече. Поради това считаме, че, изисквайки от мениджъра да максимализира печалбата, пазарния дял, бъдещия рас-

---

<sup>3</sup> **Drucker, P.** Management, Butterworth-Heinemann Ltd, 1992, p.112.

<sup>4</sup> **Андреева, М.** Обща теория на мениджмънта. 1996, стр.86.

<sup>5</sup> **Latham, G.** Yukl. „A review of research on the application of goal setting in organizations“, Academy of Management Journal, 1975, Vol. 18 p.824-45.

<sup>6</sup> **Доралийски, А.** Стратегически мениджмънт. Нов български университет, София, 2008, стр.12.

<sup>7</sup> **Sundaram, A.** A. Inkpen. 2004. The corporate objective revisited, Organization Science, Vol. 15, No. 3, May-June 2004, p. 350-363.

<sup>8</sup> **Jensen, M.** „Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function.“ Business Ethics Quarterly, Vol. 12, No.1, 2002, p. 235-256.

теж на печалбата или нещо друго, ние го оставяме без основа за приемане на обосновано решение и всъщност го оставяме без цел. Такава ситуация поражда произвол, тъй като позволява да се манипулират изводите за ефективността на управлението.

Алтернативата според В. Касърова<sup>9</sup> е във формулиране на цел, която да удовлетворява изискванията на заинтересованите от развитието на компанията лица, независимо от различния им времеви хоризонт, гарантирайки при това успешно развитие на компанията. Целта трябва да е мащабна, да отчита и балансира интересите на мениджъри и акционери (собственици); да съгласува краткосрочните с дългосрочните управленски решения; лесно да се измерва и разбира; да определя смисъла на съществуването на компанията от гледна точка на собствениците ѝ.

Търсенето на цел, съответстваща на посочените изисквания, е факторът, обусловил еволюцията на стратегическия мениджмънт през XX век, илюстрирана на Схема 1.



Схема 1. Еволюция на понятието стратегия и стратегическите цели на бизнеса

**Първият етап** в еволюцията на стратегическия мениджмънт обхваща първата половина на XX. За този етап е характерно, че под „стратегия“ на организацията се разбират отделни общи принципи и правила за корпоративно управление, а акцентът се поставя върху развитие на бизнеса чрез **разширяване на пазарния дял**. Разработването

<sup>9</sup> Касърова, В. Управление на стойността – нова управленска концепция. В сб. „Финансови иновации“, С., НБУ, 2008, с.33.

на стратегия, съдържаща по-конкретни мероприятия, се разглежда като еднократна мярка, необходима за реализиране на проекти, свързани с позициониране на нов продукт или с въвеждането му на нов пазар. Целта на стратегията се свежда до определяне на механизмите за създаване на конкурентно преимущество, което да осигури реализирането на икономически изгоди, недостъпни за останалите компании в отрасъла. С отчитането на тази трактовка, методите за управление на компанията са се ориентирали към съществуващата нормативна база (справочници, инструкции), съхраняване на стабилност във вътрешнофирмената структура и минимизиране на промените.

**Вторият етап** от еволюцията на стратегическия мениджмънт обхваща периода 50-80-те г. на XX век. Доминиращата цел тук е **максимизирането на печалбата** и обусловените от нея минимизиране на разходите и повишаване на ефективността от стопанската дейност. През този етап организацията е ориентирана към по-активно взаимодействие с външната среда и разработване на планове за реакция при промяна в предпочитанията на потребителите. Стратегията се превръща в план за развитие на компанията, основаващ се на показателите за ефективност на дейността, стратегическите цели и разработване на конкретни мероприятия за тяхното постигане. Промените във външната среда пораждаат необходимост от прилагане на принципа на бюджетирането и контрола в дейността на компанията; появява се и стратегическото прогнозиране и планиране на стопанската дейност, при което не само се екстраполират тенденциите от миналото, но и се предвижда бъдещето чрез използване на съвременните методи за програмно прогнозиране.

**Третият етап** в еволюцията на стратегическия мениджмънт започва от началото на 90-те години. Фокусът на корпоративното стратегическо управление е поставен върху целевата функция за **максимизиране на стойността и богатство за акционерите**. В този контекст стратегията представлява перспектива за развитие и принцип на поведение на организацията. Тя престава да бъде екстраполация на миналото и вече е виждане за бъдещето. Отказът от традиционното разбиране за стратегията се свързва с факта, че прилаганите в предходните етапи методи за стратегическо планиране се оказват неприемливи в ситуация на бързо променяща се заобикаляща среда. Съществена роля за появата на новата целева функция има развитието на информационните технологии, внедряването на интегрираните компютърни системи и обусловената от тях трансформация на функциите на финансите. Източниците на информация са навсякъде в режим онлайн - месечни, тримесечни отчети, както и разнообразна нефинансова информация, която не се съдържа в традиционната отчетност. Това води до повишени очаква-

ния на собствениците на бизнеса към мениджмънта на компанията по отношение максимизирането на стойността на инвестицията, в противен случай те са свободни да инвестират средствата си в алтернативни проекти.

Показателят „стойност” се налага като интегрална оценка на компанията, адекватно отразяваща икономическата ѝ ефективност, финансово благополучие и перспективите на развитие. Стойността е критерият, който реагира на всяко едно колебание 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 стойността е във фокуса на управлението на компанията в качеството на главна стратегическа цел в новата управленска концепция - стойностният подход (VBM – Value based management).

VBM като управленски подход, появил се в американската управленска култура, се използва понастоящем в страни с развити и формиращи се пазари. Много автори я характеризират като революция<sup>10</sup>, отбелязваща прехода от индустриалната към информационната епоха и свързаната с това трансформация във функциите на финансите. Същността ѝ се свежда до концентриране усилията на мениджмънта върху качествено подобряване на стратегическите и оперативните решения на всички нива в организацията с оглед максимализиране на акционерната стойност. Приложението на стойностния подход в управлението е свързано с реализиране на множество процедури и решения: избор на модели и показатели за определяне на стойността на компанията и богатството на собствениците; мониторинг върху изменението на стойността; дефиниране на ключовите показатели за ефективност; обвързване на подхода с корпоративната стратегия и финансовата политика на компанията, насочена към създаването на стойност; определяне на механизми за съгласуване на антагонистичните интереси на собствениците и мениджърите. Независимо че съществува повече от двадесет години, у нас той е все още недостатъчно познат, поради което ще бъде обект на бъдещи изследвания.

Реализирането на стойностния подход в управлението синтезира няколко научни области, дисциплини и концепции, корпоративната мисъл и корпоративната практика. Според И. Ивашковская<sup>11</sup> в стойностно

---

<sup>10</sup> **Martin J. D., Petty J. W.** Value Based Management – The corporate response to the shareholder revolution, Harvard Business School Press, 2000, p. 249.

<sup>11</sup> **Ивашковская И. В.** Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. Российский журнал менеджмента №4, 2004, с.113.

базирания мениджмънт се интегрират корпоративното управление, оценката и управлението на стойността. Д. Волков<sup>12</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. Д. Мартин и Д. Пети<sup>13</sup> свързват с финансите целевата функция на стойностния подход – създаване и увеличаване на стойността на компанията. 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.

При такова разнообразие от научни направления, захранващи новата управленска концепция, е логично съществуващото в икономическата литература многообразие от дефиниции, основните от които са представени в Таблица 1.

Приемаме за най-обхватна дефиницията на Т. Колер, тъй като тя обединява идеята с процесите, които я реализират практически. Тук ясно се разграничават двете лица на стойностния подход – идеологията за създаване на стойност за акционерите и всички заинтересовани лица, и тактиката, която внедрява концепцията на всички управленски нива. Това е дефиницията, която най-изчерпателно покрива широкия спектър от научни области, преплетени в стойностния подход.

Стойностният подход фокусира вниманието на мениджъра върху генерирането на реална стойност на бизнеса, а не само на текуща печалба. Благосъстоянието на акционерите се поставя като основна цел на управлението на компанията. Към реализирането ѝ е ориентирана цялостната дейност. Особеността тук е, че допълнителна стойност за акционерите се създава само тогава, когато възвръщаемостта от инвестициите в компанията превишава тяхната алтернативна стойност. За реализирането на тази цел компанията използва показатели за прогнозиране и измерване на резултатите от дейността ѝ, които мотивират мениджърите да максимализират благосъстоянието на акционерите, информи-

---

<sup>12</sup> Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентираного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности, автореферат, Санкт-Петербург, 2007, с. 5.

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

рат 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.

Таблица 1.

**Дефиниции на стойностния подход в управлението**

<b>Автор</b>	<b>Дефиниция</b>
<b>Т. Копланд</b> <sup>14</sup>	„...подход за управление, при който всеобщите стремежи, аналитичните техники и управленските процеси помагат на компанията да максимализира своята стойност, посредством фокусиране на управленските решения върху ключовите механизми на стойността”.
<b>Дж. Мактагърт</b> <sup>15</sup>	„...формален, систематичен подход за управление на компаниите, чиято цел е създаване на стойност и максимизиране на акционерната стойност през цялото време”
<b>Т. Колер</b> <sup>16</sup>	„...съюз между философията за създаване на стойност и управленските процеси и системи, които я реализират на практика”
<b>KPMG</b> <sup>17</sup>	„.....управленски подход, който поставя създаването на акционерна стойност в центъра на философията на компанията. Максимализирането на акционерната стойност ръководи стратегията и структурата на компанията, управлява възнагражденията на изпълнителните органи и диктува избора на измерители за мониторинг на ефективността на бизнеса”.
<b>Ф.Боулос и П. Хаспеслаг</b> <sup>18</sup>	„...стойностно базирания мениджмънт не е вълшебна пръчка, а пътека, която изисква постоянство и обвързване”.

Важно понятие в новата управленска концепция е *стойността*, която изпълнява три функции: на управляващ параметър (цел); на

<sup>14</sup> Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. Цит.съч. с. 98.

<sup>15</sup> Цитирано по The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA), Maximising shareholder value. Achieving clarity in decision making, Technical report, 2004, p. 4.

<sup>16</sup> Koller, T. „What is value-based management”, The McKinsey quarterly, № 3, 1994, p. 89.

<sup>17</sup> KPMG consulting, Value Based Management The growing importance of shareholder value in Europe, 1999, p. 20.

<sup>18</sup> Boulos, F., Haspeslagh, P., Noda, T. Managing for Value: It's Not Just About the Numbers, Harvard Business Review, July / August, 2001, p. 62-74.

управленски инструмент (критерий за ефективност) и на управляван параметър (обект на управление).

Стойността е базово понятие в икономиката, аналогично на понятието „материя“ във философията. Във финансите се използва по-ясна дефиниция на стойността, а именно способността на активите да се обменят срещу пари. Стойността на актива се определя като сумата, която може да бъде получена при този обмен. При фактическото осъществяване на сделката стойността се проявява под формата на цена.

Стойността на активите, принадлежащи на индивида, формират неговото богатство. Стремейки се към увеличаването му, собственикът може да инвестира активите си в действащи или нововъзникващи бизнес начинания. Водещата цел на мениджмънта на предприятието е да максимализира доходите на инвеститорите, които са функция от маржа на печалбата, асоциирания риск, съществуващата конкуренция в индустрията, пазарния дял на компанията, стойността на парите във времето, нематериалните активи и др.

Стойността е универсална метрика, приложима на ниво акция, дял или компания като цяло. Тя допълва показателя „пазарна капитализация“ при публичните компании, в случаи на съмнения за недооценени книжа. Може да се използва и при частни компании (нелиствани на фондова борса), като и в двата случая стойността отчита фундаменталните възможности за растеж, а не текущите очаквания на пазара.

В резултат на приведените по-горе аргументи ще отбележим, че стойността е самостоятелен икономически критерий, отразяващ интегралния ефект на въздействие на взетите управленски решения върху всички параметри, измерващи ефективността на дейността на компанията (пазарен дял, инвестиционни потребности, операционна ефективност, парични потоци, риск), който позволява да се ранжират вариантите в случай на множественост и да се формулират недвусмислени и еднозначни изводи за дейността на компанията. Само при наличието на такъв критерий се осигурява балансираност, а впоследствие и ефективност на усилията на всички организационни нива. Стойността може да се прилага във всички икономически сектори, за всеки стадий от жизнения цикъл на компанията и за всеки вид стопанска дейност, като позволява сравнение между различни компании, намиращи се на различни стадии на този цикъл и между различни структурни подразделения в една компания.

Анализът дотук ни дава основание да изведем 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 ме-



тодологията 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 рискът 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 решения.

За да се изясни същността на стойностния подход в управлението на компаниите, ще разгледаме многообразието от роли, които стойността изпълнява в тази концепция.

- **Стойността като цел**

Конкретизирането на стойността е пряко свързано с целта на оценката, определяща предназначението на оценената стойност. Разнообразието от различните видове стойност е представено на следващата Схема 2.



Схема 2. Видове стойност

**Вътрешна или фундаментална стойност (Intrinsic, Fundamental Value - FV)** е прогнозна величина за истинската стойност на дадена компания, като взема предвид всички аспекти на бизнеса, от гледна точка на материални и нематериални фактори. Тя е равна на сумата на бъдещите приходи, дисконтирани до настоящето, използвайки процент, отразяващ риска на инвестицията. Тази стойност може да бъде или да не бъде равна на текущата пазарна стойност на актива. Счита се, че на конкурентен и открит пазар в дългосрочен аспект пазарната стойност се стреми към фундаменталната стойност. Използва се при управлението на публични и непублични (затворени) компании и зависи от капиталоемкостта на бизнеса и дългосрочните перспективи в развитието му, свързани с достъпа до технологии, нивото на конкуренцията в отрасъла, степента на държавно регулиране и продължителността на инвестиционния цикъл.

Сред трудностите на практическото ѝ приложение можем да посочим това, че предполага използване на нови аналитични инструменти (сценарийни методи, опционни модели) и изисква нови знания за компанията (стратегически възможности, инвестиционни рискове, отрасли и пазарни тенденции). Когато мениджърите вземат управленски решения, от особена важност е да действат по начин, който увеличава фундаменталната стойност на акциите на компанията и да избягват действия, които биха довели до нейното разрушаване. Основният метод за оценката ѝ е методът на дисконтираните парични потоци (DCF), или:

*Фундаменталната стойност = Приведената стойност на прогнозните парични потоци + приведената стойност на заключителния (терминален) поток + стойността на специфични нематериални активи (напр. качество на мениджмънта, квалификация на персонала)*

Или: фундаменталната стойност на компанията е стойността на чистите парични потоци, които всички инвеститори (както кредитори, така и акционери) получават в течение на предполагаемия срок на съществуване на компанията. Отделно може да се калкулира фундаменталната стойност на собствения (акционерния) капитал на компанията, като в този случай в разчета следва да се вземат предвид само стойността на чистите парични потоци за удовлетворяване на исканията на акционерите.

**Пазарната стойност (Market value - MV)** се явява въплъщението на фундаменталната стойност на компанията на капиталовия пазар. При публичните компании тя представлява цената, която пазарът е

готов да заплати за акционерното дружество, изчислена като произведение от броя на емитираните акции и текущата пазарна цена за акция. При затворените компании тя се определя като пазарната стойност на собствения капитал (разликата между пазарната стойност на активите и задълженията). Изчислява се с помощта на пазарния подход за оценка, чрез компания аналог, която вече е била предмет на покупко-продажба на пазара. Изменението на пазарната стойност е тясно свързано с очакванията на капиталовия пазар за бъдещите перспективи на дейността на компанията, бъдещата доходност на инвестициите и зависи от това как компанията осъществява информационно взаимодействие с участниците на пазара на ценни книжа. На практика очакванията на инвеститорите и реалната доходност на компанията могат да се различават, или: пазарната стойност ще бъде равна на фундаменталната само в условията на съвършен пазар. Повишаването на цената на акциите обаче невинаги означава повишаване стойността на компанията, и обратното. Причината е, че цената на акциите зависи както от очакваните бъдещи доходи, така и от спекулативни действия на капиталовия пазар.

**Балансова стойност (Book value – BV)** е сумата, с която един актив се признава във финансовия отчет, след като се приспаднат всички натрупани по него амортизации и се коригира със загубите от обезценката им и с извършените преоценки. Основното различие между фундаменталната и балансовата стойност на компанията се изразява в историческия характер на последната. Ограничеността на счетоводния модел се изразява в това, че принципът на фактически проведените операции и фактическите разходи доминира не само на етапа на включване на информацията в отчета, но и в логиката на последващия анализ и взетите решения. Успешният резултат по логиката на счетоводния модел е ситуацията, в която се реализира възвръщаемост над нивото на фактическите разходи, но този подход не отразява създаването на фундаментална стойност за бизнеса. Балансовият модел не дава отговор на въпроса сравнима ли е счетоводната печалба с инвестиционния риск, как той е компенсиран и достатъчно ли е това за инвеститора. От тук следва, че при вземането на ключови управленски решения не може да се оперира с данни, разчетени на основата на счетоводните стандарти или балансовата стойност не може да се използва като основа за коректна аналитична оценка на дейността на компанията.

В дългосрочен план управлението на компанията на основата на стойността трябва да се придържа към следната зависимост:

$$FV > MV > BV \rightarrow \max$$

Ако разгледаме конкретно горната зависимост, при анализа на дейността и осъществяването на мониторинг на изменението на стойността, създавана от компанията в отделни периоди и в отделни бизнес единици, то тя придобива следния вид:

$$V_1 \rightarrow V_2 \rightarrow V_3 \rightarrow V_4 \text{ и т.н.}$$

При оценка на ефективността на взетите управленски решения и доколко те способстват за създаването или разрушаването на акционерна добавена стойност следва да се съблюдава следното правило:

$$V_{\text{преди решението}} < V_{\text{след решението}}$$

- **Стойността като критерий за ефективност**

Функцията на стойността, в концепцията VBM да бъде критерий за ефективност на управлението, се реализира с помощта на метрики, които дават ясен отговор на въпроса „добавена” или „разрушена” е стойността на компанията през разглеждания период. Изборът на тези метрики (*performance metrics*) е съобразен с основните изисквания, заложен в философията на новата концепцията, а именно: да осигуряват връзка между стратегическите и оперативните управленски решения в компанията; да отчитат цената не само на привлечения, но и на собствения капитал; да отчитат състоянието на пазарната неопределеност и информационната асиметрия и свързаните с тях рискове, и да вземат предвид стойността на парите във времето.

- **Стойността като обект на управление**

Стойностните показатели в концепцията VBM създават инструментална база, чрез въздействието върху която на практика се извършва управлението на стойността в компанията. Ключът за това е построяването на дърво на факторите на стойността (*Value Drivers Tree*), като под фактор на стойността тук се разбира всяка една променлива, влияеща върху стойността. От своя страна всеки фактор на стойността има единица мярка - ключов показател за ефективност (*Key Performance Indicators/KPI*). Това са показатели, които по определен начин характеризират протичащите в компанията финансови или производствени процеси и описват процеса на създаване на стойност.

Стойностният подход в управлението представлява качествен скок в идеологията за оценка и вземане на ефективни управленски решения. Традиционният анализ на финансовите резултати за периода и съпоставянето с аналогичните показатели в миналото се измества от дългосрочна прогноза за паричните потоци и непрекъснат мониторинг

не само на финансовите, но и на нефинансовите индикатори. Водещата корпоративна цел е максимализацията на стойността на компанията, а главната отличителна черта на стратегическият мениджмънт е насочеността към бъдещето. VBM концепцията се основава на ново виждане за резултатите и нова култура на анализа, които се базират на принципите на финансовия модел за управление, като го превръщат във фундамент при обосновката и вземането на ключови решения, отказ от двойственост и непоследователност при практическото му приложение.

Съставните части на стойностния подход са идеологията, принципите и процесите. Идеологията задава единно направление на дейността, принципите дават основа за вземането на адекватни решения, а процесите са тези, които измерват ефективността на организацията и достигането на набелязаните цели.

Основната идеология на стойностния подход е изборът на задачата за максимализиране на стойността на компанията, в качеството на главна корпоративна цел и убедеността на висшия управленски екип в възможностите за целенасочено и систематично управление на процесите за нейното реализиране. Ръководителите на всички бизнес единици, без изключения, трябва да осъзнаят, че основната им задача е реализацията на стратегия, която максимално да увеличава акционерното богатство и пазарната стойност на компанията. Всички останали цели – завоюване на по-голям пазарен дял, удовлетворяване на потребностите на потребителите, придобиване на по-голяма известност, са от второстепенно значение.

Принципът за максимализиране на стойността на компанията, сам по себе си, не определя това в какво направление трябва да се развива дейността на компанията и каква стратегия трябва да се възприеме. Това, което стойностният подход задава, е единна проекция за оценяване на финансовите резултати, универсална система за управление както на отделните подсистеми, така и на организацията като цяло, и единна скала за измерване на успеха по пътя на реализиране на корпоративната стратегия. Корпоративното управление посредством тази концепция е комплексен процес, тъй като мениджмънтът изхожда от необходимостта за удовлетворяване на интересите на всички заинтересовани лица. Процесът на управление на стойността на компанията може да се раздели на следните етапи (Схема 3.):

- **Внедряване на концепцията за стойностно мислене в стратегическите решения.** Това предполага качествено нови изисквания към необходимата информация и технологии, които способстват за оценяване на ефективността на пазарната стратегия на компанията. Необходимо е първо да се представи бизнес моделът, в частност да се

изберат качествени параметри, характеризиращи привлекателността и особеностите на корпоративната стратегия, нейните конкурентни предимства, тоест да се даде качествен портрет на идеята за създаване на стойност. Следва да се измерят движещите сили на бизнеса, да се преведат на езика на конкретни финансови показатели и да се подбере алгоритъм за внедряване на стойностното мислене. За целта от голямо значение е степента на подкрепа и обвързване на висшето ръководство на компанията. Без техния ангажимент, стойностният подход би бил просто краткосрочна концепция, която не постига желаните резултати.



Схема 3. Етапи на управлението на стойността

- *Създаване на система от показатели за оценка на оперативната дейност на отделните подразделения на компанията и на отделните управленски нива.* В тази система трябва да бъдат отчетени разпределението на отговорностите и мащабите на пълномощие на отделните мениджъри, на различните нива на организационната структура. Тя е насочена към индивидуалните параметри както на компания-

та, така и на съответния отрасъл. С помощта на новата система от показатели, мениджърите могат да оценяват влиянието на едни или други оперативни решения върху стойността на компанията. По този начин се определят чувствителните зони на стойност в организацията. Преимуществото на този вид задълбочено стойностно мислене е обвързването на персоналните задачи на служителите с крайния, интегриращ показател за стойността на компанията.

- **Мониторинг на факторите на стойността, като средство за ранно предупреждаване за наличието на негативни, разрушителни процеси.** Той служи като ориентир на мениджърите дали компанията създава богатството на акционерите, както и като система за оценка на ефективността от взетите решения. Трябва да се отбележи, че подобен инструмент е необходим не само на най-висшето управленско ниво, а и на по-ниските оперативни такива. Системата за оценка в тези случаи се базира на факторите на стойност за съответното звено. В случай на незадоволителни резултати, могат да се извършват корекции в организационната и продуктовата структури.

- **Управлението на стойността на компанията чрез внедряване на система за възнаграждаване и стимулиране на управленския персонал.** Ако компанията иска служителите ѝ да се фокусират върху създаването на икономическа печалба от дейността, то тя трябва да ги компенсира. Това може да се осъществи чрез различни поощрителни механизми, като например: обвързване на променливата част от възнаграждението на мениджърите към новите стойностни показатели; използване на принципа на бонуса и изплащането му само в случай на достигане на предварително зададен растеж, както и заплащане под формата на опции върху акции, упражними в бъдеще.

- **Промяна на комуникацията между компанията, нейните инвеститори и всички останали заинтересовани лица.** Те трябва да бъдат информирани за създаването на нови инструменти за финансово управление на компанията, прилагането на нови алгоритми за вземане на решения, новите критерии за ефективност и компенсация. Като идеята е да се осигури прозрачност, достоверност и симетричност на информацията.

Управлението на стойността като аналитическа и управленска иновация позволява създаването на подход и алгоритъм за обсъждане на стратегическите решения на бизнеса, което качествено повишава ефективността. За разлика от другите подходи, стойностният подход предлага система от показатели и модели за анализа, интегриращи различни и често конфронтиращи се аспекти от дейността на компанията в единна технология за решаване на управленските проблеми. Използваният от

концепцията критерий - създадена стойност - обединява финансовата и нефинансовата страна на дейността. Наличието на такъв интегрален показател улеснява процедурата по подбор и оценка на данните, тъй като обединява различните аспекти на стопанската дейност в един процес на анализ на факторите, влияещи върху икономическата печалба и инвестиционната стойност на компанията. Ето защо използването на стойностния подход спомага за правилното организиране и фокусиране на усилията на управленския екип, както и за балансиране на интересите на различните заинтересовани страни.

Таблица 2.

**Особености на организацията на бизнеса в традиционните компании и тези, ориентирани към растеж**

<b>Традиционна организация</b>	<b>Организация ориентирана към растеж</b>
Разпределение на ресурсите по проекти	Разпределение на ресурсите по фактори за създаване на стойност
Годишно планиране на бюджета	Преобладава стратегическо планиране на ресурсите
Ресурсите са ограничени и безплатни	Ресурсите са неограничени, но скъпи
Мениджърите не разполагат с цялата информация	Мениджърите разполагат с цялата необходима информация
Източниците, разрушаващи стойност са неизвестни и се игнорират	Източниците, разрушаващи стойност, се идентифицират и веднага се отстраняват
Възможна е частична противоречивост между целите на отделните подразделения	Целите на подразделенията не противоречат една на друга
Отчетността невинаги дава цялата информация за финансовото състояние на компанията	С помощта на балансираната система от показатели BSC се отразяват целите, стратегията и се дава оценка за тяхната реализация
Моделите за компенсационно възнаграждение на служителите не са обвързани с процеса на създаване на стойност	Непосредствено обвързване на системата за възнаграждения и създаването на стойност в компанията

Източник: Haspeslagh, P., Noda, T., Boulos, F., Цит.съч, с.65-73.

Компаниите, внедряващи стойностната философията, реализират качествен скок 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. Основните различия между компаниите, ориентирани към създаване на стойност и богатство за акционерите и традиционната организация, са обобщени в Таблица 2.

Изследване за резултатите от внедряването на стойностния подход правят и управленските счетоводители от СИМА<sup>19</sup>, които анализират приложението на новата концепция в европейските страни. За редица компании приложението на стойностния подход се ограничава с оценка на ефективността на стратегически решения (сливания и поглъщания, оценка на инвестиционни проекти) и в качеството на допълнителен инструмент за оценка на дейността на компанията като цяло (акцент се поставя върху пазарната капитализация) или на отделни нейни поделения. Наблюдава се следното неравномерно внедряване на VBM концепцията в европейските страни: в Германия, Ирландия, Швейцария, Австрия – 75% от крупните компании я използват в практиката си, докато в Англия – 65%, Франция – 50%, Италия – 40%, Норвегия и Швеция – 30%. Резултатите показват, че най-масово стойностния подход се внедрява във високотехнологичните компании. Това се обяснява с капитализирането на нематериалните активи и новата трактовка на понятието капитал, които концепцията за управление на стойността налага.

Сред предимствата на новата управленска концепция можем да посочим това, че повишава прозрачността и гъвкавостта на корпоративното управление, приравнява интересите на топменеджърите към тези на акционерите (*ограничава агентския конфликт*) като установява ясни принципи за компенсация и поощрения. Управлението на стойността подобрява използването на активите и оптимализира процеса на планиране и бюджетиране, като значително улеснява мениджмънта, поради преминаване към едноцелево управление. Внедряването на концепцията спомага за създаването на баланс между краткосрочните, средносрочните и дългосрочните цели на бизнеса, като способства за формирането на универсален език в организацията. Не на последно място, стойностният подход променя корпоративната култура, функциите на мениджърите и персонала, мисленето и отговорността на всеки служи-

---

<sup>19</sup> Cooper, S., Crowther, D., Davies, M., Davis, E. W. „Shareholder or Stakeholder Value: The Development of Indicators for the Control and Performance of Performance, СИМА, London, 2001.

тел. По този начин на съвременния етап от развитието на стратегическия мениджмънт уменията 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.

Разбира се, при внедряването на стойностния подход в управлението съществуват и някои усложнения, като:

*Първо*, поведенчески трудности – например неспособността на мениджърите да разберат новите измерители на стойността, фокусиране само върху текущите финансови резултати, а не върху създаването на акционерна стойност в дългосрочна перспектива.

*Второ*, технически затруднения – използването на коректни и достоверни данни, трудности при изчисляването на среднопретеглената цена на капитала, поради недостиг на пазарна информация.

*Трето*, организационни трудности – преодоляване на вътрешно-корпоративното съпротивление, спрямо замяната на подхода, фокусиран върху счетоводните показатели, с новия стойностен подход за финансово управление, необходимост от значителни знания, време и средства за въвеждането на концепцията.

Внедряването на стойностния подход в управлението е скъпо струваща процедура и отнема време понякога 3-4 години. Най-често се наемат консултанти, които запознават мениджърите и служителите с новата управленска концепция. Необходимо е да се провеждат тренировъчни курсове, обясняване на показателите на добавената стойност и конкретните цели и индикатори, които служителите ще трябва да постигат в рамките на техните компетенции. Прилагат се поощрителни механизми - обвързване на променливата част от възнаграждението и бонусите на мениджърите и служителите към новите стойностни показатели. Предимството на тези метрики е, че са стойностни и са лесно разбираеми за служителите без финансова подготовка. Понякога се налага реструктуриране на бизнеса и закриване на отделни звена, които системно разрушават икономическа добавена стойност.

Успешното внедряване на стойностния подход в управлението на компаниите предполага промяна в комуникацията между компанията, нейните инвеститори и всички останали заинтересовани лица. Те трябва да бъдат информирани за създаването на нови инструменти за финансово управление на компанията, прилагането на нови алгоритми за вземане на решения, нови критерии за ефективност и компенсация. Не на последно място, необходима е сериозна подкрепа от висшето ръководство на компанията. Без техния ангажимент, стойностният подход би бил възприеман като пореден актуален подход за управление на дейността.

Разликата между успеха и провала при интегрирането на стойностния подход се определя от това доколко ефективно компанията внедрява философията на стойността в своята корпоративна култура и организационна схема. Един от проблемите, възникващи при внедряването на стойностния подход в компанията, е невъзможността за използване на самата стойност за оперативното управление на бизнеса. Това е така, тъй като стойността на компанията зависи и от външни за организацията фактори, както и поради това, че концепцията е по-сложна за оперативните сътрудници. Този проблем се преодолява чрез използването на конкретни измерители за добавена стойност, които, от една страна, се корелират с пазарната оценка за стойността, а от друга - могат да се използват в оперативното управление на дейността на компанията.

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. В България концепцията е малко позната, но с развитието на капиталовия пазар и навлизането на чуждестранни инвестиции пред българските компании се появяват нови възможности за привличане на капитал, а взаимоотношенията с инвеститорите преминават на качествено ново ниво. 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.