

EVA КАТО КРИТЕРИЙ ЗА СТОПАНСКА ЕФЕКТИВНОСТ

*доц.д-р Виолета Стоянова Касърова,
Ралица Димитрова Димитрова
Нов български университет*

Докладът проследява еволюцията на показателите за ефективност на стопанската дейност и акцентира върху измерителя икономическа добавена стойност (EVA). Представени са резултатите от емпиричен тест сред 78 компании в търсене на отговор на въпроса създава ли българският бизнес добавена стойност за своите акционери.

Keywords: economic value added, economic profit, performance metrics

JEL: G30, G32

Основната задача на икономическата наука е свързана с търсенето на механизъм за разпределение на ограничените ресурси и във връзка с това – на измерители на ефективността от стопанската дейността. Редица изследователи обясняват еволюцията на корпоративното управление с разработването и практическото приложение на различни показатели за ефективност – от рентабилността на собствения капитал по модела ДюПонт, през показателите чиста печалба на една акция (EPS) и множителя цена/печалба на една акция (P/E ratio) до иновационните показатели, построени на основата на паричния поток (Cash Flow - CF) или остатъчната печалба (*Residual income RI*). (вж. таблица 1).

Днес практиката разполага със значителен арсенал от показатели за анализ и оценка на ефективността, чието умело използване подпомага процеса на вземане на качествени оперативни и стратегически решения. Сред тях най-известният и най-разпространен през последните години в развитите икономики е икономическата добавена стойност (EVA - *Economic Value Added*)¹.

EVA е метрика, създадена в отговор на нарастващата комплексност на съвременната компания и агресивност на средата, в която тя работи. Тя се представя като основна (и дори достатъчна) количествена мярка за пазарния успех на едно предприятие.

В основата на EVA е заложена *концепцията за икономическата печалба* – печалбата, оставаща в компанията след като всички заинтересовани страни са адекватно компенсирани за своите усилия (акционери, мениджъри, кредитори, персонал и т.н.). В литературата появата на този показател се свързва с икономическите изследвания на А.Маршал (Marshall A, 1890), предложил да се разделят разходите на счетоводни и икономически. Към счетоводните разходи той отнася традиционните разходи, фиксирани в счетоводния отчет на компанията, а към икономическите – тези за капитал. Маршал дефинира оставащата за собственика или мениджъра печалба като разлика между нетната печалба и разходите за лихви по инвестирания капитал с определена цена.

¹ EVA™ - аналитичен показател, създаден от екипа за корпоративно консултиране на G. Bennett Stewart III и Joel Stern и регистриран като търговска марка на консултантската фирма Stern Stewart & Co. Понататък - EVA

В същност, идеята за икономическата печалба съществува още от втората половина на 18ти век (Hamilton, 1777) и EVA представлява една от последните модификации на серия показатели, основани на икономическата печалба, наричани алтернативно „наднормена печалба” (Canning, 1929), „супер-приходи” (Edey, 1957), „остатъчни приходи” от компанията Дженерал Електрик през 50-те години на 20-ти век, „наднормени използвани приходи” (Edwards & Bell, 1961), „остатъчен доход” (Kay, 1976), „анормални доходи” (Peasnell, 1982; Ohlson, 1995), и т.н.

Таблица 1. Еволюция на показателите за ефективност през XX век

Етапи в еволюцията	Показатели за ефективност от дейността	Информационен източник
20-те години	Рентабилност на собствения капитал (ROE по модела ДюПонт); Единични финансови коефициенти	Счетоводен отчет
70-те години	Чиста печалба на една акция (EPS), Пазарен множител цена/печалба на една акция (P/E ratio)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар
80-те години	Паричен поток (CF), Стойност на компанията (V), Пазарна към балансова стойност на компанията (M/B)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар, прогнози, планове, сценарии
90-те години	Показатели за остатъчна печалба - EVA, MVA, CVA, SVA. Парична възвращаемост на инвестициите (CFROI)	Счетоводен отчет, информация от капиталовия пазар, прогнози, планове, сценарии

Икономическата печалба е толкова фундаментално различна от счетоводната, колкото се различават двата обуславящи ги аналитични модела (финансовия и счетоводния) (Касърова, 2008; Касърова, Димитрова, 2008). Докато счетоводният модел дефинира печалбата като стойност, оставаща след покриването на разходите по дълговото финансиране, икономическата печалба включва и алтернативната цена на собствения капитал. Това реално я прави по-добра сравнителна метрика (Stewart, 1991), защото една компания създава икономическа добавена стойност, ако притежава конкурентно предимство и поради това реализира печалба над тази, генерирана от аналогични компании на пазара.

Въпреки натрупания от приложението на показателя EVA положителен опит в развитите страни, той е почти непознат в българската стопанска практика. Една от причините е сложността на използването му в «чист вид». Следователно, разработването на механизъм за внедряването му в управлението на българските предприятия, е актуална задача на финансовата наука и практика с цел подобряване на оперативните, инвестиционните и финансовите им решения.

Настоящата публикация представя в синтезиран вид основните резултати от емпиричен тест за възможностите за използване на EVA като инструмент за оценка на ефективността на стопанската дейност в 74 компании, търгувани на Българската фондова борса и включени в индекса „Капитал 100” на най-големите български компании по обем на продажби и печалба и 4 непублични компании. Анализиранията съвкупност формира 21% от търгуваните емисии акции на борсата, които към

31.12.2006 г възлизат на 350². Разбира се, този избор въвежда известно изкривяване в данните и извадката не може да бъде смятана за представителна за всички компании в националната икономика, но тя:

- дава представа за тенденциите в създаването и изменението на икономическата добавена стойност в българските икономически условия;
- позволява сравнения (макар и не детайлни) между бизнес секторите в търсене на отговор на въпроса влияе ли индустрията върху създаването на EVA.

И тъй като главната цел на анализа на данните е да се даде отговор на въпроса „Създават ли българските компании EVA в анализирания период“, извадката е подходяща за целите на изследването, което обхваща периода 2003-2006 г.

Компаниите са избрани по два критерия: *първо*, наличие на данни за целия анализиран период и *второ*, наличие на положителен финансов резултат от стопанската дейност през целия анализиран период. Те са групирани по бизнес сектори, за да представи възможно най-добре съвкупността и отчетат възможните зависимости между ключови променливи и сектора, в който компанията работи. Отрасловото разпределение на компаниите от извадката е представено в таблица № 2 и извършено на основата на Националната класификация на икономическите дейности (НСИ, 2003).

Методологията на изследването включва следните стъпки:

- Формиране на информационната база на изследването
- Калкулиране на EVA и класиране на компаниите по величината на показателя
- Определяне на чувствителността на EVA към компонентите, по които се изчислява, както и изследване на връзката между EVA и пазарената добавена стойност (MVA)

Информационната база на изследването е формирана от финансовите отчети на компаниите от интернет страницата на Комисия по финансов надзор³, анализи и информация относно пазарната цена на акциите от Българската фондова борса⁴, лихвена статистика от Българска народна банка⁵, бази данни за финансови показатели и измерители на риска, публикувани свободно в интернет пространството⁶, както и коментари и анализи от специализирани издания. За обработване на информацията и представяне на резултатите е използван стандартен пакет програми «Microsoft Word» и «Microsoft Excel».

EVA измерва допълнителната стойност, създадена върху определена инвестиция и по същество представлява разликата между нетната оперативна печалба след данъци и капиталовите разходи на бизнеса. Изчислява се по следния начин:

² Отчет за дейността на БФБ София към 31 декември 2006 г <http://download.bse-sofia.bg/pdf/Report31122006en.pdf>.

³ КФН, Публичен регистър – Публични дружества и други емитенти, http://www3.fsc.bg/ERiK/runner?backId=0&tplId=Tpl_4&act=PARAMFORM&docId=0

⁴ БФБ, София, http://www.bse-sofia.bg/?site_lang=bg&page=main

⁵ „Лихвени проценти по видове инструменти“, Лихвена статистика, БНБ, <http://www.bnb.bg/bnb/home.nsf/vWebPagesByADOptionBG/DC7EA6E506C90472C2257243002DE5CB?OpenDocument&count=-1&BG>

⁶ Damodaran, A. - Country Default Spreads and Risk Premiums <http://faculty.insead.edu/peyer/FFE/Bond%20ratings%20and%20default%20spreads%20for%20different%20countries.doc>

$$EVA = (NOPAT/Ic) * Ic - WACC * Ic = NOPAT - WACC * Ic, \text{ , където: } \quad (1)$$

RI (Residual Income) – икономическа (остатъчна) печалба;

NOPAT (Net Operatig Profit after Taxes) – чиста оперативна печалба преди лихви, след данъци;

IC (Invest Capital) – инвестиран капитал;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - средно претеглената цена на инвестирания капитал.

Таблица № 2: 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 полиграфична дейност	1	1.28	93.59
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

Средното ниво на получената стойност за извадката може да бъде използвано за отговор на главния въпрос на изследването: *Създават ли EVA българските компании?* Средните стойности⁷ на EVA и компонентите ѝ са обобщени в таблица № 3.

Таблица №3. Описателни статистики на на EVA и нейните компоненти

Променлива	Средна стойност	Медиана	Стандартно отклонение	Асиметричност
Инвестиран капитал 2003 (хил. лв.)	67,837	18,338	167,428	4.82
Инвестиран капитал 2004 (хил. лв.)	76,138	18,199	189,055	5.08
Инвестиран капитал 2005 (хил. лв.)	87,591	21,103	208,188	4.60
Инвестиран капитал 2006 (хил. лв.)	115,530	28,261	286,577	4.31
НОРАТ 2003 (хил. лв.)	3,449	207	28,421	7.58
НОРАТ 2004 (хил. лв.)	7,160	660	28,297	7.34
НОРАТ 2005 (хил. лв.)	6,033	1,131	17,562	4.54
НОРАТ 2006 (хил. лв.)	6,047	1,361	25,204	1.82
ROIC 2003 (%)	0.77	2.41	26.00	-3.31
ROIC 2004 (%)	4.42	2.66	21.19	-.63
ROIC 2005 (%)	5.57	4.46	14.36	-.24
ROIC 2006 (%)	4.96	4.72	15.68	-4.06
WACC 2003 (%)	13.22	12.52	2.86	3.16
WACC 2004 (%)	12.04	11.62	2.79	3.15
WACC 2005 (%)	10.99	10.75	3.24	2.48
WACC 2006 (%)	10.65	10.46	2.43	1.91
EVA 2003 (хил. лв.)	(6,789)	(1,315)	18,401	-4.61
EVA 2004 (хил. лв.)	(4,058)	(929)	12,529	-5.42
EVA 2005 (хил. лв.)	(5,974)	(746)	28,492	-6.68
EVA 2006 (хил. лв.)	(8,715)	(821)	41,593	-5.94

Анализът на данните, представени в таблицата по-горе, дефинира няколко ключови развития в наблюдавания период:

- Средния размер на инвестирания капитал расте почти линейно със 70%, като асиметричността на данните предполага истински растеж от около 50%.
- НОРАТ нараства два пъти през 2004 г, като се запазва на сравнително стабилно ниво в последните две години от наблюдавания период.
- Възвръщаемостта на инвестирания капитал нараства над 6 пъти през периода, като се запазва на сравнително стабилно ниво от около 4.6% в последните 2 години.
- Среднопретеглената цена на капитала (WACC) за анализиранията компании показва значителен спад - от 13.22% през 2003 г. до 10.65% през 2006 г .

⁷ При използването на средни стойности, обаче, разпределението на данните е от огромно значение, тъй като няколко екстремни стойности могат да повлияят силно върху средните за извадката. За тази цел прилагаме съответните процедури, които да идентифицират и елиминират тези екстремни данни от съвкупността, за да я направят по-стабилна и по-близка до реалните данни на компанията от сегмента.

Ясни изводи могат да се направят относно главния въпрос на проучването при прегледа на развитието на възвръщаемостта на инвестициите, която въпреки сериозното подобрение, отбелязано в периода, все още значимо изостава от цената на капитала. В резултат на това на средно ниво българските компании не създават икономическа добавена стойност. Независимо от този факт, броят на компаниите, които имат положителни стойности на EVA се увеличава постоянно в периода на извадката от 11.54% в 2003 г., през 19.23% в 2004 г., 25.64% в 2005 г., до 26.92% в 2006 г. Това е положително развитие, но изглежда, че размерът на създаваната EVA не може да компенсира разрушаваната EVA на средно ниво. В допълнение, броят компании, които създават икономическа добавена стойност през целия анализиран период, представлява едва 3.85% от цялата извадка.

Чрез ранжиране на компаниите по размера на създадената икономическа добавена стойност, в таблица 4 са изведени десетте най-добре, а в таблица 5 - десетте най-лошо представящи се компании по показателя EVA. Идеята тук е да се открият печелившите от губещите компании по този критерий.

Данните показват смяна в местата на най-добре представящата се компания по критерия EVA. Докато две поредни години Рила Боровец АД оглавява класацията, то през 2005 г. е изместена от Стомана Индъстри АД, а през 2006 г. водачеството пак е на компания от сектора Металургията и производство на метални изделия, но този път е Комбинат за Цветни Метали АД.

Традиционно сред най-добре представящите са компании в анализирания период са тези от секторите Производството на тютюневи изделия, Финансовото посредничество, Строителството, Производството на електрооборудване и Добивната промишленост. По отношение на размера на EVA се забелязва, че лидерът в класацията увеличава абсолютния размер на показателя от 9.06 млн лв в 2003 г. (Рила Боровец АД) до 30.50 млн.лв през 2006 г. (Комбинат за цветни метали АД). Или, за периода увеличението на показателя, реализирано от компанията, заемаща първо място, е 3.36 пъти. Освен това, в първата десетка попадат компании, чиито стойности на EVA са трайно положителни през целия период, като единственото изключение е интернет компанията Инвестор БГ с отрицателна EVA за 2003 г.

Сред най-лошо представящите се компании по отношение на показателя EVA са БТК АД, Кремиковци АД, Параходство Български морски флот ЕАД, Овергаз Инк. АД. Тревожният сигнал тук е, че при всички тях стойността на разрушената EVA вместо да намалява се увеличава (при Кремиковци почти 3 пъти, при Овергаз Инк над 2 пъти, при Параходство Български морски флот ЕАД близо 5 пъти, а при БТК над 6 пъти). Всичко това говори за едно неефективно управление на активите, инвестиране в дейности, които не генерират възвръщаемост, превишаваща цената на капитала, неразбиране на концепцията за алтернативния доход на инвеститора. Сред губещите се подреждат и няколко компании от хотелиерския сектор, а именно Златни пясъци АД, Ривиера АД, Албена АД и Слънчев ден АД, което е сиптом за ниска конкурентоспособност, породена от проблеми с ефективността и отлив на клиенти и капитали.

На следващата стъпка изследването ще бъде насочено към оценка на чувствителността на EVA към изграждащите я компоненти (NOPAT, ROIC, IC и WACC). Любопитно е да се провери дали капиталовият пазар припознава ефективността на взетите решения от компанията, т.е. да се изследва корелацията между EVA – MVA и дали тя е по-силна в сравнение с връзката MVA - NI (Net income – нетна печалба), което предполага ориентиране на управление на компаниите към максимизиране на богатството на акционерите.

Таблица № 4. Топ десет на най-добре представящите се български компании по критерия EVA(хил.лв.)

№	EVA 2006 г.		EVA 2005 г.		EVA 2004 г.		EVA 2003 г.	
1.	Комбинат за Цветни Метали АД Пловдив	30501.9	Стомана Индъстри АД	23688.17	Рила Боровец АД	11337.29	Рила Боровец АД	9060.63
2.	Стомана Индъстри АД	27312.46	Благоевград-БТ АД	14221.76	Стомана Индъстри АД	10098.65	София БТ	3002.73
3.	Оловно цинков комплекс АД	10619.46	Пловдив-БТ АД	11046.01	Каолин АД	6586.29	Доверие Обединен Холдинг АД	1067.13
4.	Технополис - България АД	5690.41	Оловно цинков комплекс АД	8905.24	София БТ	5700.19	Каолин АД	1045.41
5.	Дуропак - Тракия Папир АД	5059.73	София БТ	7881.36	Кораборемонтен завод Одесос АД	5453.03	Холдинг Пътища АД	531.20
6.	Холдинг Пътища АД	4357.02	Технополис - България АД	7179.86	Технополис - България АД	2045.09	Руен Холдинг АД	324.51
7.	Пловдив-БТ АД	2854.50	Софарма АД	3524.94	Монбат АД	1465.58	Технополис - България АД	233.00
8.	Каолин АД	2624.20	Кораборем. завод Одесос АД	1780.65	М+С хидравлик АД	1337.94	Хидравлични елементи и системи АД	134.19
9.	Монбат АД	1981.04	Фазерлес АД	978.14	Пловдив-БТ АД	1170.43	Кабиле-ЛБ АД	4.22
10.	Фазерлес АД	1830.118	Енергоремонт Холдинг АД	971.37	Лесопласт АД	733.4628	Инвестор БГ	-3.8676

Таблица № 5. Топ десет на най-лошо представящите се компании по критерия EVA (хил.лв.)

№	EVA 2006 г.		EVA 2005 г.		EVA 2004 г.		EVA 2003 г.	
1.	Кремиковци АД	-310332.4	БТК АД	-231127.8	БТК АД	-96063.09	Параходство Български морски флот ЕАД	-113970.5
2.	БТК АД	-182460.2	Кремиковци АД	-80506.3	Кремиковци АД	-34991.92	Кремиковци АД	-103943.1
3.	Параходство Български морски флот ЕАД	-54249.02	Овергаз Инк. АД	-35953.18	Комбинат за Цветни Metали АД Пловдив	-24403.26	Петрол АД	-35545.45
4.	Овергаз Инк. АД	-47353.35	Параходство Български морски флот ЕАД	-35653.44	Овергаз Инк. АД	-18808.31	Комбинат за Цветни Metали АД Пловдив	-33595.46
5.	Петрол АД	-32467.35	Петрол АД	-23741.3	Албена АД	-17850.42	БТК АД	-28753.54
6.	Албена АД	-26213.54	Албена АД	-16636.06	Параходство Български морски флот ЕАД	-17805.63	Стомана Индъстри АД	-26135.08
7.	Вапцаров АД	-13475.76	Комбинат за Цветни Metали АД Пловдив	-15459.89	Петрол АД	-17036.31	Овергаз Инк. АД	-21522.24
8.	Златни пясъци АД	-11496	Доверие Обединен Холдинг АД	-12333.21	Златни пясъци АД	-11636.57	Албена АД	-18672.08
9.	Благоевград-БТ АД	-8429.171	Полимери АД	-10277.36	Топливо АД	-9140.714	Благоевград-БТ АД	-15464.55
10.	Ривиера АД	-6629.678	Златни пясъци АД	-10034.42	Слънчев Ден АД	-7355.425	Дружба стъкларски заводи АД	-11179.94

Библиография

- Касърова, В. (2008) , Управление на стойността - нова управленска концепция, Сб. Финансови иновации, Нов български университет, с.29-31
- В.Касърова, Р.Димитрова.(2008) Икономическата добавена стойност – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации, Нов български университет. с.89-114
- Canning, J. (1929). *The Economics of Accountancy*. New York: Ronald Press.
- Damodaran, A. (2008). *Dealing with Operating Leases in Valuation*: Stern School of Business, New York.
- Edey, H. (1957). *Business Valuation, Goodwill and the Super-Profit Method*. *Accountancy*, January/February. Reprinted in Baxter, W.T. and S. Davidson (1962) (Eds.). *Studies in Accounting Theory*. London: Sweet & Maxwell, 201-217.
- Edwards, E., & Bell, P. (1961). *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley: University of California Press.
- Hamilton, R. (1777). *An Introduction to Merchandize*. Edinburgh.
- Kay, J. (1976). Accountants, Too, Could be Happy in a Golden Age: The Accountant's Rate of Profit and the Internal Rate of Return. *Oxford Economic Papers*, 28, 447-460.
- Marshall A. *Principles of Economics*. Vol.1.NY.: MacMillan & Co, 1890. P.142.
- Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 9, 361-381.
- Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 9, 361-381.
- Solomon, D. (1965). *Divisional Performance: Measurement and Control*. Homewood, IL: Irwin.
- Solomon, E. (1966). Return on Investment: The Relation of Book-Yield to True Yield. In R. K. Jaedicke, Y. Ijiri & O. Nielsen (Eds.), *Research in Accounting Measurement* (pp. 232-244): American Accounting Association.
- Solomon, E. (1970). Alternative Rate of Return Concepts and their Implications for Utility Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1(1), 65-81.
- Stewart, G. B. I. (1991). *The Quest For Value*. New York: Harper Business Publishers.
- Stewart, G. B. I. (1994). EVA: Fact and Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71-84.