

МОДЕЛИ ЗА ФИНАНСОВА ДИАГНОСТИКА В СТОЙНОСТНО ОРИЕНТИРАНОТО УПРАВЛЕНИЕ

FINANCIAL DIAGNOSTIC MODELS IN VALUE BASED MANAGEMENT

*Доц.д-р Виолета Касърова, Нов български университет
Assos.Prof. Violeta Kasarova, PhD, New Bulgarian University*

Резюме: В доклада се разглеждат съвременни модели за анализ и оценка на финансовото здраве на компания от позициите на стойността. Представени са най-разпространените диагностични модели в това направление: Икономическа добавена стойност (EVA), Пазарна добавена стойност (MVA), Парична добавена стойност (CVA), Акционерна добавена стойност (SVA) и Парична възвращаемост на инвестицията (CFROI).

Summary: The report examines contemporary models for analysis and assessment the financial health of company from the position of value. Discussed are the most common diagnostic models: Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Cash value Added (CVA), Shareholder Value Added (SVA) and Cash Flow Return on Investment (CFROI).

Keywords: economic value added, performance metrics, financial health, findncial diagnostic

JEL: G30, G31, G32

ВЪВЕДЕНИЕ

Привличането на инвеститорския интерес в условията на засилена конкуренция на глобалния капиталов пазар налага сериозни промени в технологията, методите и стандартите на финансовия анализ на компаниите и поражда нови направления в аналитичния блок на финансовия мениджмънт. Един от тях е финансовата диагностика като процес на разпознаване и оценка на „здравния статус” на стопанската организация по отношение на определени финансови критерии, поставяне на диагноза и приемане на стратегически и тактически решения за поддържане (или привеждане) на предприятието в кондиция.

Метриците, чрез които мениджмънтът може адекватно да оцени финансовото състояние на предприятието и да очертае профила на неговата настояща и бъдеща ефективност, предполагат мислене в сценарии и отчитане на алтернативи. Всъщност, става дума за нова концепция за финансовия анализ, отчитаща многовариантността на избора на инвеститора и активната позиция на мениджъра, получил инвестиции за управление¹. Тази концепция се фокусира върху създаването на стойност за акционерите (собствениците) и е част от средствата, повишаващи качеството на информацията за компанията, ежегодно предоставяна на заинтересованите лица.

Цел на доклада е да представи система от модели за диагностика на финансовото здраве на компанията, от гледна точка на стойността на стопанския субект.

¹ Eccles, R.G, R. H.Herz, E.M.Keegan, D.M.H.Phillips. The ValueReporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game, Wiley; 2001; Теплова Т.В. Ситуационный финансовый анализ. М., ИД ГУ ВШЭ, 2006; Каплан, Р.С., Д.П.Нортън. Стратегически карти. С., Изд. Класика и стил, 2006.

1. Финансовото здраве на предприятието като обект на диагностика

Всяко предприятие е сложен организъм в състояние на непрекъснато развитие. Според някои изследователи, по аналогия с човека, предприятието има тяло и душа. Тялото на предприятието се формира от активите му - недвижими имоти, изпълняващи ролята на имуществено ядро, движимо имущество и оборотни средства. И всичко това е обхванато от интелектуална обвивка, включваща система за управление, репутация, ноу-хау, нематериални активи, информационни технологии, традиции, производствен опит и др.п. Душата на предприятието е бизнеса му, характеризирани чрез излизащите и влизащи парични потоци, а капиталът е като кръвта в човешкия организъм.

Такъв поглед върху компанията я характеризира като единен организъм, чиито части са органично свързани и се допълват. По подобие на биологичните организми организацията има жизнен цикъл, на всеки етап от който се изправя пред определени проблеми. Целта е да се развие способността ѝ да осъзнава и решава проблемите си, а не да ги игнорира. От тези позиции е обяснимо, защо все по-често за характеристика на финансовото състояние на компаниите мениджърите използват термина „финансово здраве“ (Financial Health).

Финансовото здраве на предприятието е резултат от оперативната, инвестиционната и финансовата му дейност и може да се разглежда като интегрален израз на комплексното му функциониране в миналото и в настоящето и предпоставка за висока настояща и бъдеща пазарна стойност. Финансово здравите компании са съсредоточени, вътрешно съгласувани, инвестиционно привлекателни и ефективни.

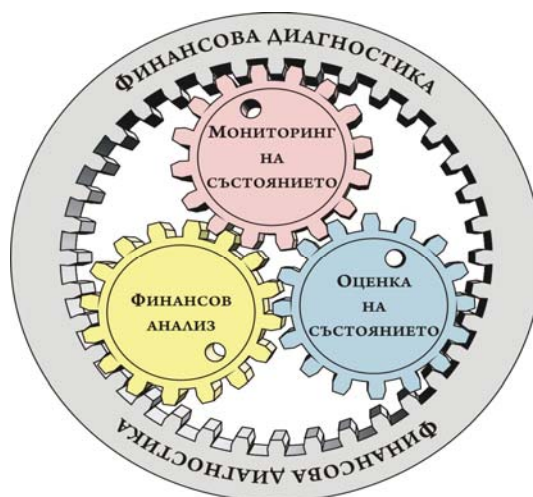
С финансовото здраве се свързват характеристики като:

- осигуреност с финансови ресурси, необходими за поддържане на нормален режим на работа в предприятието,
- целесъобразното им разпределение и ефективно използване,
- коректни финансови взаимоотношения с други юридически и физически лица,
- платежоспособност и финансова устойчивост.
- планомерно постъпване и изразходване на паричните средства,
- рационални пропорции между собствения и привлечения капитал и ефективното му използване.

Докато биологичните системи са творение на природата, то стопанските организации се създават от хората². За разлика от биологичните системи обаче, организациите могат да съществуват много дълго, дори вечно, въпреки че при тях също има цикличност в развитието. За организациите времето не е определящ фактор. Те стареят и умират не поради възрастта си, а от грешки в управлението, което е практически потвърдена закономерност.

Следователно, ключова роля за разцвета и успешното развитие на всяка компания имат мениджърите, които отговарят и за решаване на управленските задачи, свързани с промяна на неблагоприятните характеристики в организма на стопанската организация. За да бъде реализирана тази отговорност е необходим постоянен мониторинг, анализ и оценка на състоянието на стопанската организация от позициите на определени критерии, т.е. необходима е диагностика. Елементите ѝ са представени на фиг.1.

² I. Adizes. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About It. 1988; I. Adizes. Managing corporate lifecycles: how get to and stay at the top. New Jersey, 1999. Електронен документ: http://www.adizes.com/corporate_lifecycle_overview.html



Фиг.1. Финансовата диагностика като система

Диагностиката е стартова фаза на всяка трансформация в предприятието, независимо дали е свързана с реструктуриране и оздравяване, смяна на собственика или мениджмънта, оценка на кредитоспособността и инвестиционната привлекателност, реализиране на инвестиционни проекти, разширяване и диверсификация на бизнеса, ежедневен мениджмънт. В хода на диагностиката могат да се снемат показания, да се открият „болни органи и системи“, да се прецени състоянието на стопанската организация по отношение на определени критерии. Резултатите ѝ подпомагат решаването на управленски задачи и вземане на решения за провеждане на целенасочени действия за промяна на неблагоприятните параметри на стопанската организация.

2. Основни принципи при избора на диагностични модели

Времето и креативните възможности на висшия мениджмънт да взема оригинални управленски решения са ограничен ресурс, който трябва, като всеки ресурс, да бъде оптимизиран. Един от инструментите за това са моделите за диагностика на финансовото здраве на компанията. Чрез тях може не само да се идентифицира проблема, но и да се определят причините за възникването му, както и възможните пътища за решаване.

При подбор на модели за финансова диагностика водещ трябва да бъде *принципът на измеримостта*, много точно формулиран от Р. Каплан и Д.Нортън: “Не може да се управлява това, което не може да бъде измерено; не може да се измерва това, което не може да се опише.”³ Успешните мениджъри днес превърнаха този принцип в постулат, ясно съзнавайки, че ако не могат количествено да оценят резултатите от дейността на ръководената от тях организация, да ги сравняват с постижения от предходни години или с практиката на своите конкуренти, трудно биха забелязали своите силни или слаби страни.

Парадигмата, в която принципът на измеримостта се реализира най-пълно, е Стойностно базираният мениджмънт (*Value Based Management - VBM*), разглеждащ предприятието като механизъм за създаване на стойност и благосъстояние на собствениците на капитал. В случая стойността е обобщаващ показател, в който се концентрират всички интереси и перспективи на компанията. Чрез този показател

³ Каплан Р.С, Д.П.Нортън. цит.съч., с.XV.

инвеститорите могат да определят цената на кои акции е завишена или занижена, кредиторите – да оценят обезпеченията по кредитите, а мениджърите – рентабилността на своите компании, подразделения и алтернативни корпоративни стратегии.

Оценката на резултатите от дейността на предприятието в концепцията VBM се формира на основата на икономическата, а не на счетоводната печалба, като се използват и ключови показатели за инвестиционните потребности на предприятието и за способността му да генерира свободни парични потоци. При такъв подход показатели като обем на продажбите, печалба, себестойност, финансови коефициенти (ликвидност, обръщаемост) са само промезутъчни характеристики на отделни аспекти от стопанската дейност на предприятието. Обобщаващият показател, в който се концентрират всички интереси и перспективи, е неговата пазарна стойност. На тази основа е възможно много преди компанията да претърпи борсови сривове, да пострада репутацията ѝ или да загуби пазарни позиции, да се уловят предупредителни сигнали за очертаващите се неблагоприятности и да се диагностицират проблемите ѝ.

Значителното разнообразие на финансови коефициенти⁴ и способността на човек да задържи в съзнанието си не повече от 7 показателя, без да загуби цялостността на наблюдавания процес, превръщат избора на аналитичен инструментариум, обслужващ процеса на вземане на решения в труден казус. За да се подпомогне този процес е целесъобразно да се приложи *принципа на Парето*⁵ (известен и като правило 80/20), осигуряващ разумна достатъчност на показателите. Перефразиран за конкретния случай, този принцип предполага с 20% от показателите да се осигури:

- ◆ до 80% от необходимата за вземане на управленски решения информация;
- ◆ представителство на 80% от единични показатели и коефициенти, използвани във финансовия анализ.

3. Модели за финансова диагностика

Съществен елемент на системата за финансова диагностика е определяне на целевия ориентир, който да се свърже със финансовото състояние на предприятието. Той, в явна или латентна форма, се залага в структурата на диагностичните средства и чрез него се задава желаното (целевото) състояние на системата. Само спрямо него (и чрез заложените в него показатели) се извършва идентификация на диагностицирания обект и оценка на реалното му състояние.

Управленското решение в съвременните условия може да се счита за приемливо, ако реализацията му осигурява повишаване на стойността на компанията. Именно стойността (или нейният прираст) е целевия ориентир, към който се насочва финансовата диагностика. При това, максимизирането на стойността не е еднократна задача, а непрекъснат и възобновяващ се цикъл от вземане и реализиране на стратегически и оперативни решения, което предопределя и непрекъснатост на диагностичния процес в предприятието.

Всяка диагностика стартира от симптомите; финансовата – от състоянието на ключовите измерители, характеризиращи качеството на капитала на компанията, един от които е стойността, наред с риска и ликвидността. Специфичното в случая е, че

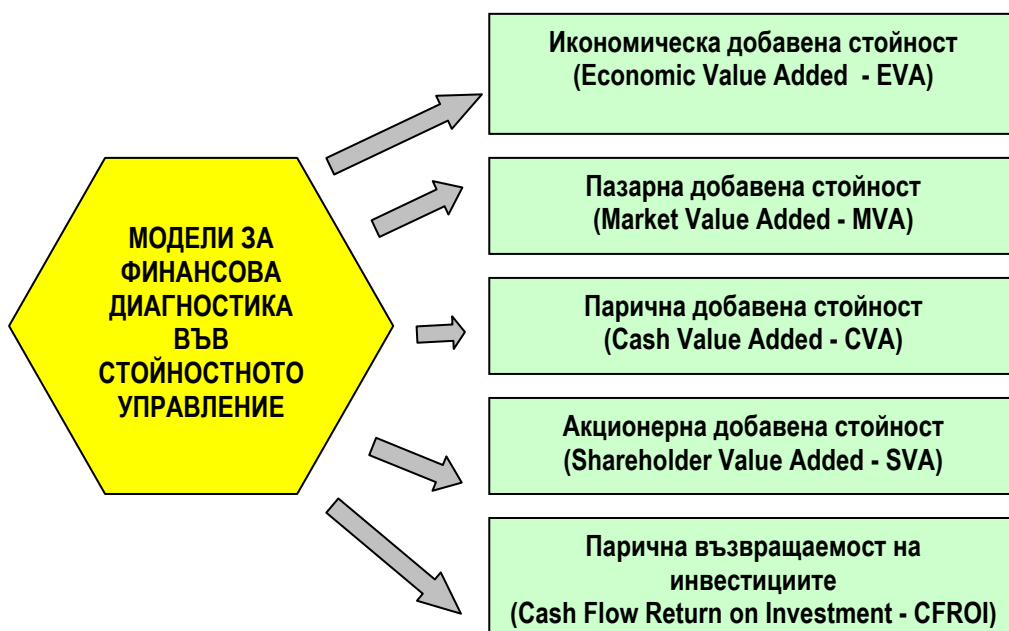
⁴ Касърова В. Финансовият анализ в контекста на управлението на стойността на компанията. Сб. „Финансови решения: изследвания и практики”, НБУ, 2009, с. 185-217

⁵ Принципът "80:20" е открит през 1897 г. от италианския икономист Вилфредо Парето (1848-1923). Същността му се свежда до това, че 80% от резултатите са продукт на 20% от причините.

финансовата диагностика, за разлика от медицинската, не използва ясни норми за оценка на състоянието. Поради това е трудно да се даде еднозначна прогноза и заключение за финансовото здраве. Параметрите му най-често са заключени в определени граници «от-до». Това обяснява защо при еднакви начални симптоми, финансовото здраве на икономическите системи е различно.

Ако за целеви ориентир на финансовата диагностика е избрана стойността, то за анализа и оценката ѝ са необходими модели и показатели, използващи разходите за капитал (собствен и привлечен), както и доходите под формата на печалба, паричен поток и т.н., генерирани от съответните активи, за да дефинират прираста или разрушаването на стойността на компанията. Съвременната теория и практика предлагат множество такива модели, които най-общо могат да се класифицират в две групи, всяка от които със своя детерминанта⁶: модели на основата на паричния поток и модели на основата на добавената стойност.

Най-известните модели на основата на добавената стойност са представени на фиг. 2. В следващото изложение ще се спрем накратко на всеки един от тези модели.



Фиг.2. Модели за финансова диагностика на основата на добавената стойност

Икономическата добавена стойност (Economic Value Added - EVA) е модел за финансова диагностика, определящ дали стопанската дейност осигурява на акционерите резултат, по-висок от този на алтернативните инвестиции. По същество, EVA характеризира ефективността на стопанската дейност, както от гледна точка на капитала като функция, така и от позициите на капитала като собственост⁷. Моделът обвързва счетоводната информация за ефективност на компанията с пазарните методи за оценка на стойността и измерва мащаба на свръхпечалбата. Основните елементите

⁶ По-подробно вж. В.Касърова. Управление на стойността – нова управленска концепция. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, С., 2008 г., с.49-56

⁷ По-подробно вж. В. Касърова, Р.Димитрова. Икономическа добавена стойност (EVA) – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, С., 2008 г., с.89-113

във формулата се формират от данни от счетоводния отчет, които последователно се коригират, за да се отстранят финансови, данъчни и технически отклонения, да се включи „невидимия” капитал. Моделът е изграден на основата на следната формула:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC = (ROIC - WACC) \times IC,$$

където:

NOPAT – нетна оперативна печалба преди лихви след данъци;

WACC – средно претеглена цена на инвестирания капитал;

IC – инвестиран капитал;

ROIC – възвращаемост на инвестирания капитал на база NOPAT

Пазарната добавена стойност (Market Value Added - MVA) е моделът, определящ абсолютна стойност на прираста на богатството на акционерите или на стойността на компанията. Той акцентира върху пазарната оценка, която инвеститорите дават на компанията, а това е оценка на всички минали, текущи и особено бъдещи парични потоци. Моделът характеризира очакванията на инвеститорите за по нататъшно развитие на компанията. В основата му е заложена формулата:

$$MVA = V - E,$$

където:

V – пазарна капитализация;

E - балансова стойност на собствения капитал

Парична добавена стойност (Cash Value Added - CVA) е модел, определящ остатъчните парични потоци, генерирани от инвестициите в компанията на различни нива, поради което често се дефинира като остатъчен паричен поток (Residual Cash Flow - RCF). Показателят е алтернатива на цената на капитала, но в парично изражение. В основата му е заложена идеята, че компанията трябва да покрива освен цената на капитала и оперативните си разходи. Целта на финансовото управление е максимизиране на CVA. При изчисляването му се използват паричните потоци, генерирани от инвестициите в компанията, които се разделят на стратегически (създаващи нова стойност) и нестратегически (поддържащи създадената стойност). В разчетите на CVA се използва следните формули:

$$CVA = OCF - OCFD,$$

където:

OCF – оперативен паричен поток

OCFD – изискуем (необходим) оперативен паричен поток

OCF =

+ приходи от продажби

- Разходи за дейността (без амортизации)

= Доход преди амортизации, лихви и данъци (EDITDA)

+/- Изменение на оборотния капитал

- Нестратегически инвестиции

$$OCFD = IC * WACC$$

където:

IC – инвестиран капитал

WACC – средно претеглена цена на инвестирания капитал

Акционерната добавена стойност (Shareholder Value Added - SVA), се фокусира върху непосредственото измерване на стойността на компанията за акционерите (стойност на собствения капитал) или акционерна стойност. Тя представлява капитализираното изменение на текущата стойност на оперативния паричен поток, коригиран с текущата стойност на инвестициите в оперативни активи, предизвиквали това изменение. Използва се за оценка на стойността, тъй като показва величината на добавената или разрушена стойност. В явен вид отчита разходите за капитал - собствен и привлечен. Целта на финансовото управление е максимизиране на SVA, един от начините за изчисляване на която е следния:

$$SVA = PV - E,$$

където:

PV – пазарна стойност на акционерния капитал, изчислена по метода на дисконтираните парични потоци

E - балансова стойност на акционерния капитал

Паричната възвращаемост на инвестициите (Cash Flow Return on Investment – CFROI) се основава на хипотезата, че капиталовият пазар високо оценява способността на компаниите да генерират парични потоци. Моделът се използва при избора на инвестиционни стратегии, търсене на недооценени и надценени компании. От традиционния показател за рентабилност на инвестициите го отличава връзката с паричния поток на компанията. Изчислява се на годишна основа и се сравнява с цената на капитала (WACC), за да се определи дали компанията е добавила стойност (CFROI > WACC) или е загубила стойност (CFROI < WACC). Отчита реално инвестираните парични средства в компанията. CFROI си изчислява по следната формула:

$$CFROI = (GCF+SV)/GI,$$

където:

GI – брутни инвестиции

GCF – брутен паричен поток

SV – неамортизирана част от активите

Основните предимства и недостатъци на разгледаните по-горе модели на добавената стойност са представени в таблица 1.

Заклучение

Моделите за финансова диагностика на основата на добавената стойност имат голямо приложение във финансовия мениджмънт на развитите пазари. Те дори изпреварват по популярност и разпространение моделите на основата на паричния поток. В българската финансова практика обаче, тези модели са малко популярни, а някои от тях дори непознати.

Изборът на един или друг модел за диагностика на финансовото здраве на компанията до голяма степен зависи от информираността на мениджърите, както и от новаторския им дух да изградят нова корпоративна култура, неизменен елемент на която се явява управлението на стойността. Изборът на модел зависи, също така, от трудоемкостта на разчетите и на самия процес на събиране на информация, от влиянието на резултатите от използването му върху скоростта на вземане на управленски решения.

Таблица 1. Предимства и недостатъци на моделите за добавената стойност

Показатели	ПРЕДИМСТВА	НЕДОСТАТЪЦИ
<i>EVA</i>	Приложим на ниво компанията и отделна бизнес единица Отразява цената на капитала Изравнява интересите на мениджърите и акционерите; Позволява сравнения във времето и между различни компании; Ефективен инструмент за управление на стойността на компанията. Характеризира фундаменталната стойност на компанията	Игнорира паричните потоци Нетолерантен към дългосрочните инвестиции Използва само финансови показатели Може да доведе до решения, насочени към краткосрочни ползи чрез намаляване на разходите за капитал
<i>MVA</i>	В абсолютна стойност характеризира прираста на пазарната стойност над собствения капитал на компанията Използва се като ориентир за очакванията на инвеститорите	Зависи от пазарната капитализация Неприложим при непубличните компании, както и на ниво отделна бизнес единица Не дава представа за ефективността на стратегията на предприятието
<i>CVA</i>	Базиран на идеята, че бизнесът трябва да покрива оперативните и капиталовите разходи Приложим на всички управленски нива при затворени и при публични компании	Възможен субективизъм при определяне на стратегическите и нестратегическите инвестиции
<i>SVA</i>	Приложим като индикатор на ефективността на реализирани инвестиции Използва се на ниво компания и отделни подразделения	Трудоемкост на изчисленията Сложност, свързана с прогнозиране на паричните потоци
<i>CFROI</i>	Мярка за ефективност, основа за по-точни оценки Модифицирна версия на IRR - вътрешна норма на възвращаемост Позволява сравняване на предприятия от различни отрасли и с различни структура на активите и капитала	Сложност на разчетите Необходимост от идентифициране на всички парични потоци, генерирани от съществуващите и от бъдещите активи Относителен показател

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

1. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. М., Инфра, 2009
2. Касърова, В. Управление на стойността – нова управленска концепция. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, С., 2008
3. Касърова В., Р. Димитрова. Икономическа добавена стойност (EVA) – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, С., 2008
4. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор. М., Юрайт, 2009
6. Damodaran, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance.- N.Y; John Wiley & Sons, Inc., 1994
7. Fernandez, P. Valuation Methods and Shareholder Value Creation.- Business & Economics, 2002
8. Rappaport A. Creating Shareholder Value.- New York; Free Press, 1986