

СТОЙНОСТНИЯТ ПОДХОД В КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ

Доц.д-р Виолета Касърова

2008 г.

(депозирани ръкопис в ЦНТБ № 167/2008)

Основни теми

- Феноменът стойност
- Същност на стойностния подход в управлението
- Функциите на стойността в управленето
- «Вселена» от показатели в стойностния подход
- Паричните потоци в новата управленска концепция

ТЕМА 1. ФЕНОМЕНЪТ СТОЙНОСТ



Основни понятия

КАПИТАЛ

- ➔ **ФОРМАЛЕН КАПИТАЛ** – към тази категория се отнасят всички активи, включени в баланса, освен предназначените за потребление (работни заплати, премии, дивиденди)
- ➔ **РЕАЛЕН КАПИТАЛ** – част от активите, реално участващи в създаването на печалба, както и някои възможности, не отчитани в баланса, но реално действащи в бизнес процесите (напр. бизнес идеи на предприятието, имидж, качествен мениджмънт, организационна култура, делови връзки и др.п.).
- ➔ Приетият разходен принцип на съставяне на счетоводния отчет позволява посочените възможности да се включат в състава на формалния капитал само като разходи по създаването им. Но това е много малка част от реалната им стойност.

Човешкият капитал – той е един от елементите, който не можем да видим в баланса.

Основни понятия

КАПИТАЛЪТ, представен чрез:

- ➡ **ПАСИВА НА БАЛАНСА** = Съвкупност от парични средства за инвестиране. Източници: собствен капитал и лихвен дълг (привлечен капитал), субсидии.
- ➡ **АКТИВА НА БАЛАНСА** = Производствен фактор, обхващащ всички налични за ползване в предприятието съоръжения и сгради с производствено предназначение, машини и оборудване както и стоково-материални ценности и запаси. За разлика от земята, капиталът не е дар от природата, а е предишен резултат от комбинация на производствени фактори.

В по-общ смисъл **КАПИТАЛ** е всеки материален или финансов фонд, който при своето използване носи доход и печалба.

Основни понятия

ЦЕНА

- ➡ Паричен израз на стойността на стоката. В условията на пазарно ориентирана икономика тя се формира на пазара според търсенето и предлагането.

ЦЕННОСТ (worth)

- ➡ Това е положителна или отрицателна значимост на обект от заобикалящия свят. Ценността се определя не от свойствата на тези обекти сами по себе си, а тяхната въвличеност в човешката дейност, в интересите и потребностите, в социалните отношения.
- ➡ Ценност на предприятието – това е разликата между пазарната стойност на собствения капитал на предприятието и пазарната стойност на задълженията му.
- ➡ Икономическият смисъл на категорията „ценност на предприятието” се свежда до реалното богатство, което притежават и могат да получат в парична форма, ако го продадат, собствениците на предприятието.

Феноменът стойност

СТОЙНОСТ (value) = Измерена в пари ценност

Английският термин „**VALUE**” се превежда на български език като „стойност” и като „ценност”, но в икономиката двете понятия не са тъждествени.

- **Стойността** изразява определен обем разходи за производство на продукта, с отчитането на които се осъществява еквивалентен обмен на потребителската му ценност.
- **Ценността** е субективно-психологическо отношение към полезността на продукта, на основата на което се формира представата за необходимост от придобиването му.

Логическата верига в случая е следната – носител на стойност е продуктът, съдържащ качествения признак полезност, поради което продуктът представлява за потребителя конкретна ценност. Всяка „ценност” има своя „стойност”, за всяка ценност се плаща

Стойност ⇒ Полезност ⇒ Ценност

Феноменът стойност

СТОЙНОСТ

Потребителна стойност

- *Стойност на стоката или услугата според оценката на конкретния потребител за ефектите, които би му дало някакво (негово или външно) очаквано действие.*
- *Субективна (относителна) стойност, която не може да бъде измерена обективно в някакви количествени мерни единици.*

Разменна стойност

- ❖ *Стойност, разглеждана във връзка с отчуждаване на стоки и услуги и проявяваща се под формата на цена на свободен, открит и конкурентен пазар*
- ❖ *Обобщена характеристика на привлекателността на стоката и услугата като обект на размяна от гледна точка на неопределено количество потенциални потребители*
- ❖ *Обективна стойност*

Феноменът стойност

"Ценността на компанията се измерва с тази стойност, която купувачът е готов да заплати за стоките и услугите ѝ".

М.Портър

Това разсъждение е синтезиран израз на теорията на стойността (Theory of Value) и съответства на категорията разменна стойност.

Стойността не е факт, а виждане (икономическа концепция) за ценността на компанията, формирана на основата на достъпна информация и чрез използване на подходящ оценителски инструментариум.

Това е стойността от позициите на теорията за оценка на стойността (Theory of Valuation).

ФЕНОМЕНЪТ СТОЙНОСТ

Характеристики на стойността:

- ❑ **Мярка за полезност на стоката или услугата.** *Полезност – способност на стоката или услугата да удовлетворява определени потребности на определено място и в определено време*
- ❑ **Мярка за разходите на труд за създаване на стоката или услугата,** *т.е. стойността е разчетна величина*
- ❑ **Мярка за относителната рядкост на стоката или услугата,** *т.е. търсенето трябва да е по-голямо от предлагането на тази стока или услуга*
- ❑ **Измерва се в пари**
- ❑ **Гарантира размяна на стоката или услугата срещу пари или срещу други стоки или услуги**

Феноменът стойност

ИЗВОДИ:

СТОЙНОСТТА Е:

- общоикономическо понятие без общоприето определение
- пазарен поглед върху изгодата, която носи собствеността върху стока или услуга в конкретен момент от време
- разчетна величина, зависеща от активността на пазара и от поведението на отделните инвеститори
- експертна оценка за ценноста на конкретен обект в конкретен момент от време и поради това не е исторически факт
- различна за различните участници на пазара в зависимост от целите, към които те се стремят
- определена сума парични средства, свързани с акта покупко-продажба.
- най-вероятната цена, която евентуално ще договорят продавачът и купувачът на стоки и услуги, достъпни за придобиване
- променяща се във времето, влияе се от различни фактори, много от които не се поддават на количествена оценка

Феноменът стойност

Според Шенон Прат (Shannon P. Pratt) „стойността нищо не означава, докато не ѝ бъде дадено определение. Единна стойност не съществува – един обект може да има различна стойност при различни обстоятелства”



Поради това професионалният оценител употребява термина “стойност” винаги в съчетание с прилагателно, което конкретизира вида ѝ. Например:

- пазарна стойност (market value)
- справедлива пазарна стойност (fair market value)
- вътрешна или фундаментална стойност (intrinsic, fundamental value);
- инвестиционна стойност (investment value);
- ликвидационна стойност (liquidation value);
- балансова стойност (book value).



В зависимост от избраното определение, стойността на оценяваната стока или услуга може да се бъде различна! Различен е и математическият апарат, който се прилага за изчисляването ѝ!

Феноменът стойност

➤ Пазарна стойност (market value)

Разчетна величина, изразена в пари, срещу която на датата на оценката едно имущество би сменило собственика си, преминавайки от ръцете на продавача в ръцете на купувача, при което и двамата действат с желание, без да им е оказван натиск и достътъчно добре познават предмета на сделката и съществуващите пазарни условия за нейното реализиране.

Всяко изчисление на пазарната стойност се основава на предположението за съществуване на активен и функциониращ пазар.

Продавачът и купувачът, визирани в определението на пазарната стойност, са хипотетични, а не конкретни, лица.

Пазарната стойност отразява колективното възприемане на ценността на оценявания обект, действията на пазара и е база за оценка на повечето ресурси в пазарната икономика.

Феноменът стойност

Пазарната стойност е резултат от справедлива сделка, осъществявана при наличие на редица условия:

- Откритост на пазара, на който се реализира сделката
- Конкурентност на пазара
- Мотивираност на страните
- Разумна информираност на страните
- Достатъчно време, в което обектът на оценката се предлага на пазара за продажба
- Отсъствие на изключителни обстоятелства, които да влияят върху сделката.

Феноменът стойност

➤ Справедлива стойност (fair market value)

Сумата, срещу която може да бъде разменен актив или могат да бъдат погасени задължения между осведомени и мотивирани страни при условията на свободната сделка.

В счетоводството справедливата стойност е стойността на продажба, която може да има място при различни обстоятелства и в условия, различни от тези, които преобладават на открития пазар. Тези обстоятелства могат да включват възможности за продажба в условията на кратковременен шок, или при други обстоятелства, не предвидени в определението за пазарна стойност.

Справедлива стойност се прилага и при съдебни дела при уреждане на спорове между страни, когато са налице обстоятелства, не предвидени в определението за пазарна стойност.

Справедливата стойност не е синоним на пазарната стойност.

Феноменът стойност

➤ Вътрешна или фундаментална стойност (intrinsic, fundamental value)

Стойност, получена в резултат на комплексното изследване на компанията и на пазарната среда, в която тя функционира. Отразява потенциала на компанията да генерира бъдещи ползи и отчита изискванията на всички заинтересовани страни.

Разчетна прогнозна стойност, която в дългосрочен аспект предопределя пазарната стойност.

При изчисляване на тази стойност се взема предвид:

- Стойността на активите на фирмата (value of firm's assets)
- Вероятните бъдещи лихви и дивиденди (likely future interest and dividends)
- Вероятните бъдещи доходи (likely future earnings)
- Вероятният бъдещ темп на растеж (likely future growth rate)

Фундаменталната стойност се изчислява, за да се сравни с пазарната стойност на компанията или с цената, която сериозен купувач предлага.

Феноменът стойност

➤ Инвестиционна стойност (investment value)

Стойност на компанията от позициите на конкретен инвеститор (или група инвеститори) с конкретни инвестиционни цели и планове, предпочитания, възможен синергиен ефект и ограничения.

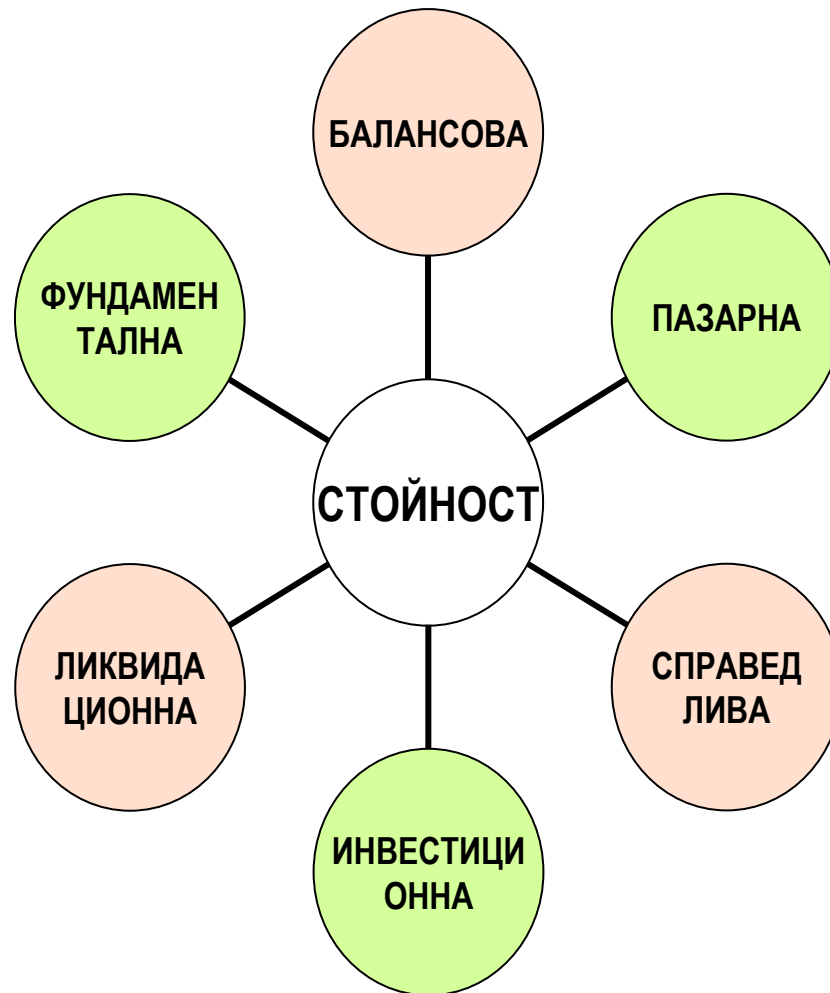
➤ Ликвидационна стойност (liquidation value)

Парична сума, която реално може да бъде получена от продажба на имуществото в срок, недостатъчен за провеждане на адекватен маркетинг, изискван при определяне на пазарната стойност.

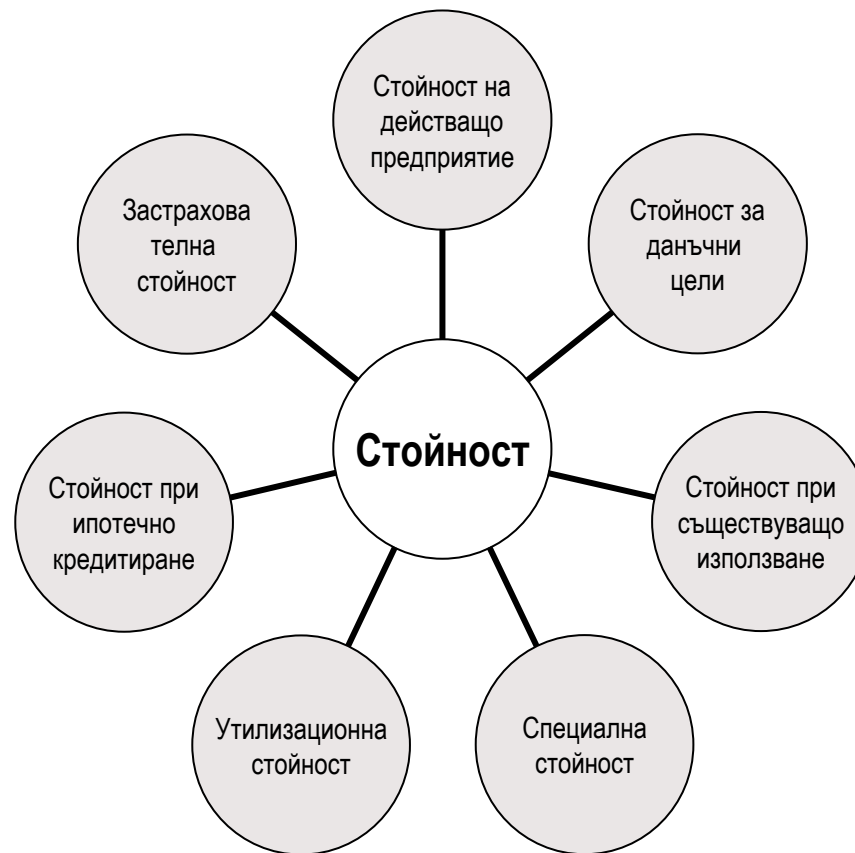
➤ Балансова стойност (book value)

Стойност на компанията според записите във финансовия отчет на компанията за активите и задълженията ѝ.

ОСНОВНИ ВИДОВЕ СТОЙНОСТ



ДРУГИ ВИДОВЕ СТОЙНОСТ



Феноменът стойност

Независимо от трудности при определяне на стойността, **управлението на процеса на създаване и съхраняване на стойността е конкретна цел**, която все повече предприятия поставят в основата на своята стратегия и тактика.

Чрез стойността **ИНВЕСТИТОРИТЕ** могат да определят цената на кои акции е завишена или занижена, **КРЕДИТОРИТЕ** – да оценят обезпеченията по кредитите, които са отпуснали, а **МЕНИДЖЪРИТЕ** – рентабилността на своите компании и корпоративни стратегии. Той е полезен и при договаряне на схеми за възнаграждение на **РЪКОВОДИТЕЛИ И СЛУЖИТЕЛИ**.

Използването ѝ като управленски инструмент се свързва с иновационната управленска концепция, известна в англоезичната литература под наименованието *Value Based Management (VBM)* – **Управление, основано на стойността.**

ТЕМА 2. СЪЩНОСТ НА СТОЙНОСТНИЯ ПОДХОД В УПРАВЛЕНИЕТО



Стойностен подход в управлението (*Value Based Management (VBM)* концепция за управление)

Синоними:

Управление, основано на стойността

Управление на стойността

Стойностно базиран мениджмънт

Управление, основано на ценността

Ценностно базиран мениджмънт

Стойностен подход в управлението

VBM концепция за управление

Стойностен подход в управлението

Според тази концепция компанията е механизъм за създаване на стойност и благосъстояние на собствениците.

Концепцията е продукт на започналата информационна революция в мениджмънта, която, според Питър Дракър, е революция на концепции.

Приложението ѝ предполага ефективно да се планират, контролират и насочват действията на компанията към максимизиране на стойността на икономическия субект в интерес на собствениците (акционерите).

НОВАТА БИЗНЕС СРЕДА

Заинтересовани страни

- Активни
- Информирани в реално време
- ...



Служител

- Мобилност
- Подобряване организацията на труд
- ...



Общество

- Местна конкуренция
- ...



Предприятие

Потребител

- По-малко лоялен
- Прозрачност на цените
- ...



Партньор

- Нови конкуренти
- Сливания и поглъщания
- ...



...трудно предсказуеми условия за правене на бизнес

ОТ УПРАВЛЕНИЕ НА ПЕЧАЛБАТА КЪМ УПРАВЛЕНИЕ НА АКЦИОНЕРНАТА СТОЙНОСТ



... Допълнителна полза за заинтересованите страни

Стойностен подход в управлението исторически преглед

Още в края на 19 век АЛФРЕД МАРШАЛ вижда печалбата като остатъчен доход, натрупан в предприятието. Според него, всяка една компания трябва да направи да създава парични потоци в дългосрочен период в отличие от цената на акциите на фондовата борса, формираща се под влияние на търсенето и предлагането.

През 1961 г. двама професори, Нобелови лауреати, Франко Модилиани и Мертон Милър публикуват *“Дивидентна политика, растеж и оценка на акциите”*, с което започва развитието на концепциите за свободния паричен поток и оценката на бизнеса на парична основа. Техните идеи поставят началото на концепцията за икономическата добавена стойност, по-късно запазена марка на Бенет Стюърт и Джоел Стърн.

Стойностен подход в управлението

исторически преглед

През 1964 година **ПИТЪР ДРАКЪР** написва „*Управление за резултати*“. По същото време Шарп представя модела CAMP (*Capital Asset Pricing Model*), а през 1973 г. Блек и Шолс представят своя модел за оценка на опции.

През 1986 г. **АЛФРЕД РАПАПОРТ** издава книгата си „*Създаване на акционерна стойност*“, а през 1994 г. **ДЖ. МАКТАГЪРТ** използва термина „стойностно базиран мениджмънт“ в своята книга “*The value imperative: managing for superior results*”.

70-80-те години на ХХ век - корпоративният свят преживява няколко мощни вълни от сливания и поглъщания

Сливане и поглъщане – традиционен механизъм за корпоративен контрол, преразпределящ собствеността от неефективния към по-ефективен мениджмънт.

Ефективен мениджмънт = максимално повишаване благосъстоянето на акционерите

Стойностен подход в управлението исторически преглед

През 1992 г. Р. КАПЛАН И Д. НОРТОН представят балансираната система от показатели BSC - мощен инструмент за свеждане на корпоративната стратегия до всички нива на организацията. BSC включва измерители за финансовото направление на дейността, удовлетвореността на клиентите, ефективността на вътрешните бизнес процеси, както и познанието и развитието на бизнеса.

Чрез комбинирането на тези четири направления, балансираната система от показатели помага на мениджърите да разберат множеството взаимни връзки, на които се базира функционирането на компанията и улеснява процеса на вземане на управленски решения.

Стойностен подход в управлението

исторически преглед

През 80-те години на миналия век пред компаниите в развитите страни възниква необходимост от разработване на нов механизъм за управление на финансите.

Тази необходимост е породена от непригодността на съществуващите до тогава методи за оценка на стопанската дейност да удовлетворят растящите изисквания в дългосрочен план на:

- *мениджърите*, които се стремят да измерят потенциала на компанията от гледна точка на стойността ѝ;
- *стратегическите инвеститори*, които очакват дългосрочна възвръщаемост на вложените от тях средства;
- *собствениците*, основали компанията, които влагат в нея капитал и надежда за бъдещ доход от дейността.

Така през **80-те години на XX век в САЩ се създава** стойностният подход; през **90-те години на XX век** – стойностният подход навлиза в Европа и Азия.

Стойностен подход в управлението

Конкретни проблеми в организациите, породили възникването на новата управленска парадигма:

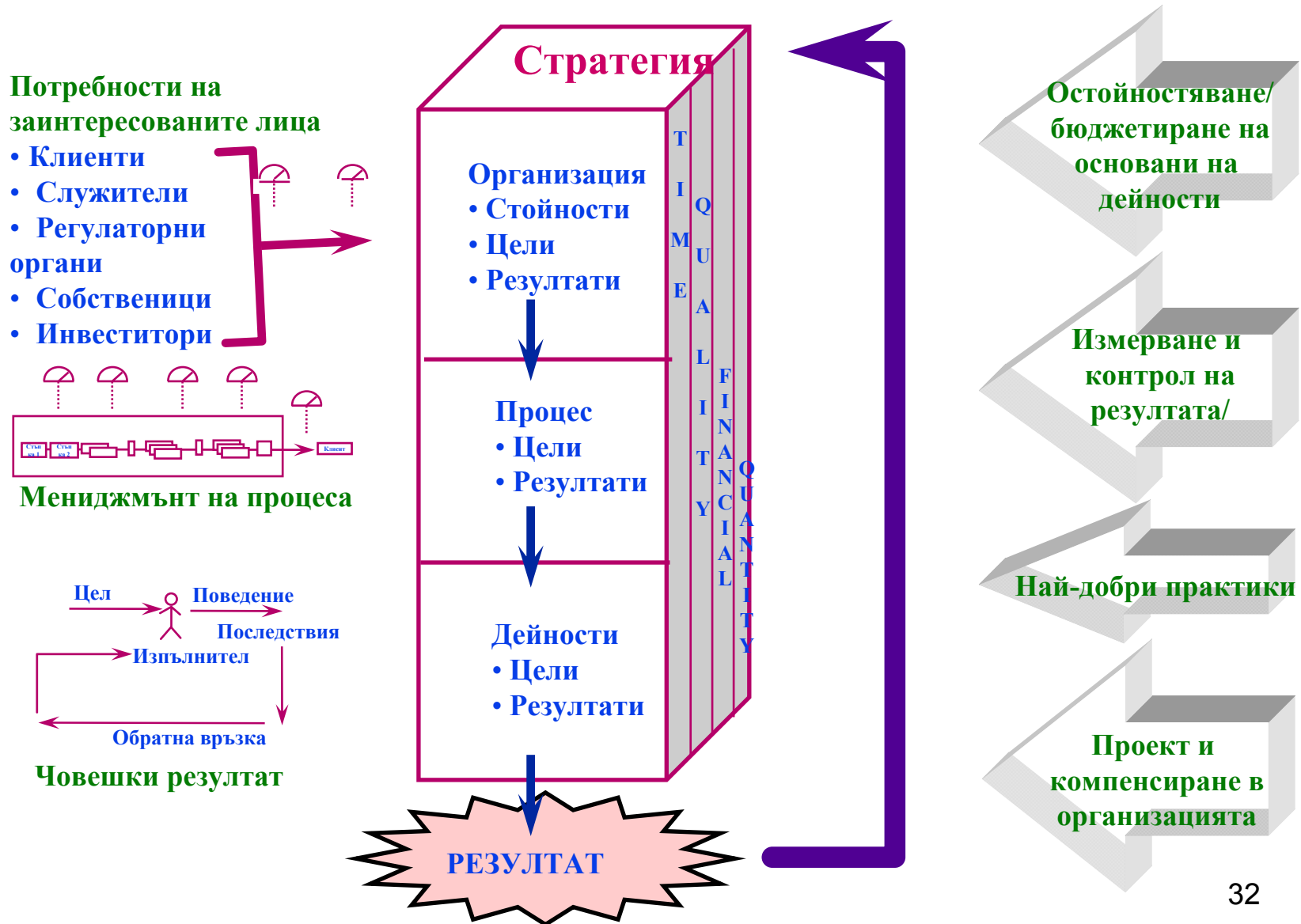
- ✉ Заинтересованите лица искат по-висока възвръщаемост
- ✉ Недостатъчна конкурентоспособност заради цените и резултата
- ✉ Клиентът очаква високо качество на ниска цена
- ✉ Не се обръща достатъчно внимание на “важните” клиенти
- ✉ Обръща се внимание на финансовата информация, но недостатъчно
- ✉ Служителите разбират необходимостта от промяна, но не се променят
- ✉ Клиентите желаят да знаят кой е конкретният виновник за проблема
- ✉ Компаниите не се адаптират бързо към нови бизнес възможности

Защо стойностен подход в управлението?

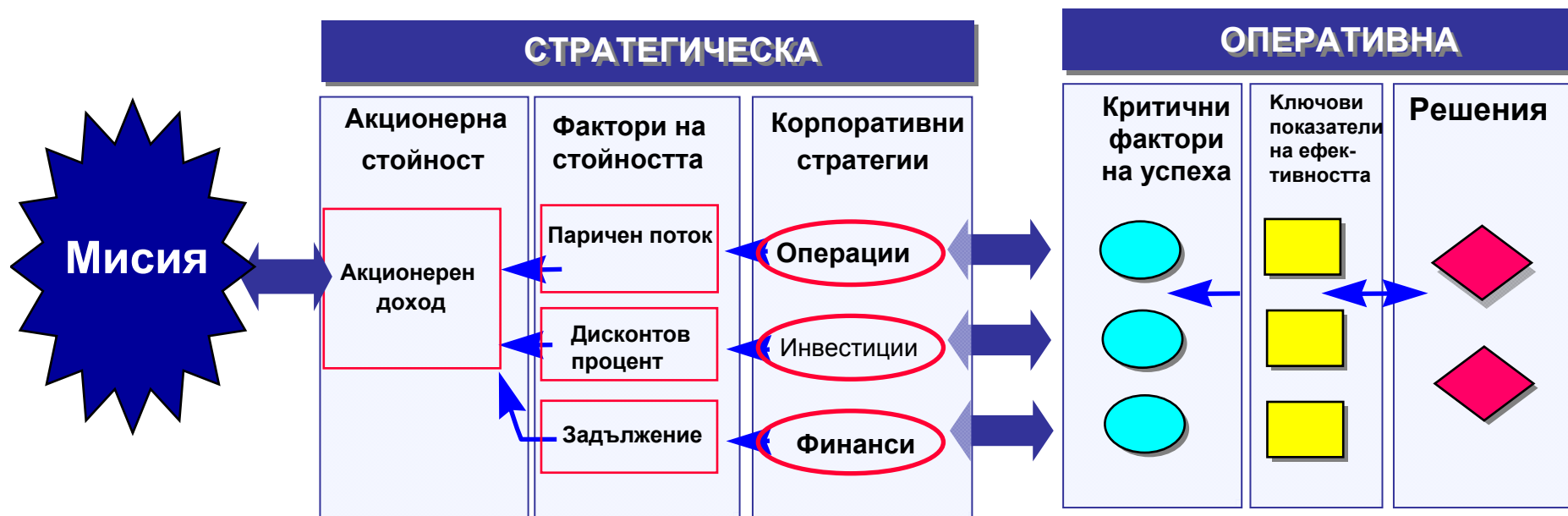
Защото компаниите трябва да се променят постоянно, за да отговарят на очакванията?

- ❑ Резултатът от работата на висшите ръководители се определя от стойността, която носят – на инвеститори, клиенти, служители
- ❑ Ръстът на пазарната стойност е ключ към оцеляване на ръководителите и към повишаване печалбите на организацията
- ❑ За да създават стойност, ръководителите имат нужда от нови умения, нови инструменти и бързо реагираща организация
- ❑ Познаването на фактите има решаващо значение при вземането на високо-рискови решения

Рамка на стойностния подход в управлението



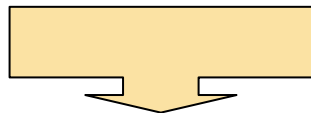
АКЦИОНЕРНАТА СТОЙНОСТ – КРАЙНА МЯРКА НА УСПЕХА



Внедряването на стойностния подход осигурява



Напълно изградена организация и система за измерване и мениджмънт, включваща:



- Определени са собствениците на процеса
- Извършени са промени в мениджмънта
- Извършени са промени в процеса
- Въведени са карти за измерване на резултатите от процеса
- Въведени са индивидуални карти за измерване на резултатите
- Въведен е нов софтуер за компютри и комуникации
- Разработен е бюджет на организацията
- Разработени са нови длъжностни характеристики
- Идентифицирани са изискванията към обучението и обучението се провеждат
- Въведени са промени в компенсациите за поощрение
- Изработени са бюджети по дейности и процеси

Примери за внедрен стойностен подход в управлението

Опитът на световно известни компании свидетелства, че практическата реализация на концепцията VBM позволява съществено да се повиши **качеството на мениджмънта и инвестиционната привлекателност на бизнеса.**

Пример в това отношение са компании като DuPont, General Electric, Thomson Corporation, NDC Health, Colgate Palmolive, AT&T, BASF, Sony, Toyota, The Williams Company, Disney World, WalMart, McDonald`s, The Charles Schwab Corporation, Dell, Microsoft, Southwest Airlines, Chrysler, Duracell, IBM, и много други.

Резултати от внедряване на стойностния подход в управлението

СИМА изследва през 1998 г. внедряването на VBM концепцията в управлението на 36 крупни английски и европейски компании и констатира:

- ❑ Нееднородност в разбирането на новата концепция
 - ✓ *Като инструмент за оценка на ефективността на стратегически решения (сливания и поглъщания, оценка на инвестиционни проекти)*
 - ✓ *Като допълнителен инструмент за оценка на дейността на компанията като цяло (акцент върху пазарната капитализация) или на отделни нейни подразделения*
- ❑ Използване на различни измерители на ефективността и за определяне на стойността (дисконтиран паричен поток, икономическа печалба, балансова стойност)
- ❑ Използване на различни показатели – фактори (drivers) за управление на стойността
- ❑ Неравномерно внедряване на VBM концепцията в европейските страни
 - ✓ *Германия, Ирландия, Швейцария, Австрия – 75% от крупните компании я използват в практиката си*
 - ✓ *Англия – 65%, Франция – 50%, Италия – 40%, Норвегия и Швеция – 30%*
 - ✓ *Най-масово се внедрява във високотехнологичните компании*

Примери за внедрен стойностен подход в управлението

- Ключови иновации в управленския процес на компаниите, внедрили стойностния подход
 - ✓ *Преход от счетоводния към финансовия модел за анализ и оценка на стратегическите алтернативи и инвестиционните проекти*
 - ✓ *Инвестиционните решения се разглеждат като действащ лост за създаване на стойност и инвестиционната дейност е подчинена на стратегията на компанията*
 - ✓ *В оперативните решения се акцентира върху фактори (drivers) за управление на стойността.*
 - ✓ *Извършва се мониторинг на финансови и нефинансови показатели, свързани със стойността, търсят се пътища за влияние върху тях. Въвеждат се промени в управленския отчет, тъй като стойностния модел влага друг смисъл в понятия като “капитал”, “паричен поток”, “печалба”.*
 - ✓ *Системата за мотивиране на служителите се изгражда на основата на показатели, свързани със стойността (напр. EVA бонуси)*
 - ✓ *Променя се системата за комуникации със заинтересованите лица чрез включване в стандартната финансова отчетност на нови блокове, свързани с риска, социалната отговорност на бизнеса и др.п.*

Стойностен подход в управлението

Value Based Management

концепция за управление, насочена към достигане на **стратегическите цели** на предприятието чрез концентрация на усилията на всички подразделения върху **ключовите фактори на стойността**

VBM = *Управление на компанията, ориентирано към ръст на пазарната ѝ стойност, позволяващ инвеститорите да получават по-висок доход чрез:*

- Продажба на пакети от акции*
- Увеличаване на стойността на принадлежащите им чисти активи*

Стойностен подход в управлението

Идеите, стоящи зад VBM не са сложни. Стойността на фирмата се определя чрез нейните дисконтирани бъдещи парични потоци.

Стойност се създава само когато компаниите инвестират капитал в печалби, които надхвърлят цената на този капитал.

VBM разширява тези възгледи като се фокусира върху това, как компаниите ги използват, за да предприемат едновременно важни стратегически и ежедневни оперативни решения.

Стриктно изпълнен това е един управленски подход, който обединява общите стремежи на фирмата, аналитичните техники и процесите на управление и фокусира взетите управленски решения върху ключовите механизми на стойността

Причини за повишения интерес към стойностния подход

- ❑ Нарастващата роля на интелектуалния ресурс и нематериалните активи за успеха на бизнеса в конкурентната среда
- ❑ Засилващото се влияние на интеграционните процеси върху системата на корпоративното мислене
- ❑ Интерес на всички “заинтересовани лица” в предприятието към стратегията и не финансовите фактори на стойността
- ❑ Спадащите курсове на акциите и глобализацията на капиталовите пазари водят до остра конкуренция за спечелване на инвеститори
- ❑ Трудният достъп до нисколихвени кредити ориентира мениджърите към капиталовия пазар

Причини за повишения интерес към стойностния подход

- ❑ Разноските за собствения капитал придобиват нарастващо значение
- ❑ Перманентното покачване на пазарната цена на собствения капитал улеснява включването на нови капиталови източници и намалява претенциите на акционерите за доходност.
- ❑ Нарастващата роля на интелектуалния ресурс и нематериалните активи за успеха на бизнеса в конкурентната среда
- ❑ Чрез инвестиции в акции инвеститорите се стремят да получат доход – дивидент или ръст на пазарната стойност на акциите

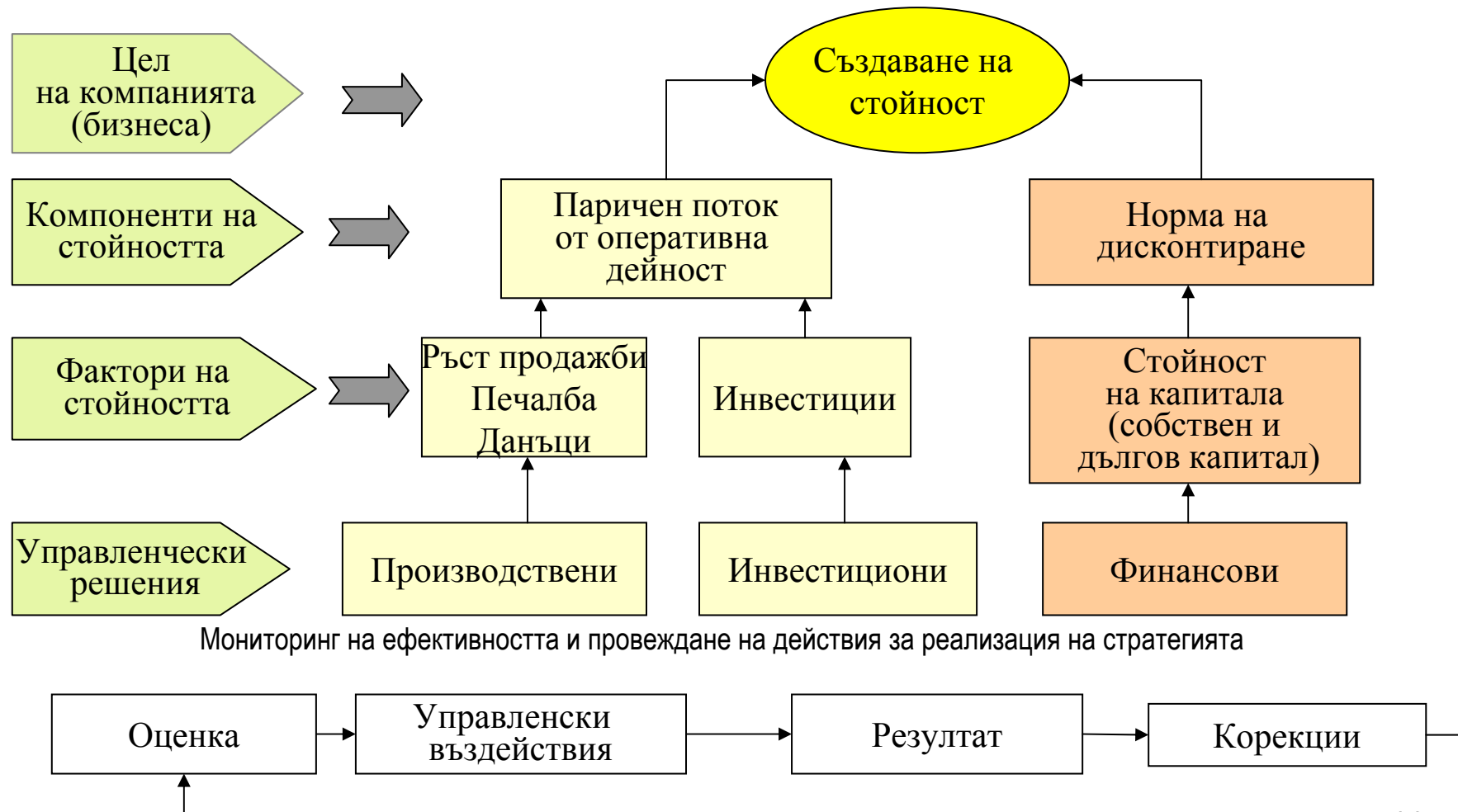
Същностни характеристики на стойностния подход

- Разглежда компанията като сложна двупосочна мрежа от ресурси, стратегии и резултати - всички свързани от серия от измерими причинно-следствени връзки и взаимодействия
- Превръща повишаването на стойността на организацията в главна цел на развитието му
- Разглежда компанията като механизъм за създаване на стойност и благосъстояние
- Позволява с капиталовия пазар да се говори на езика на стойността
- Предполага пълна прозрачност
- Създава обща цел и универсален език за общуване на всички участници в бизнеса

Същностни характеристики на стойностния подход

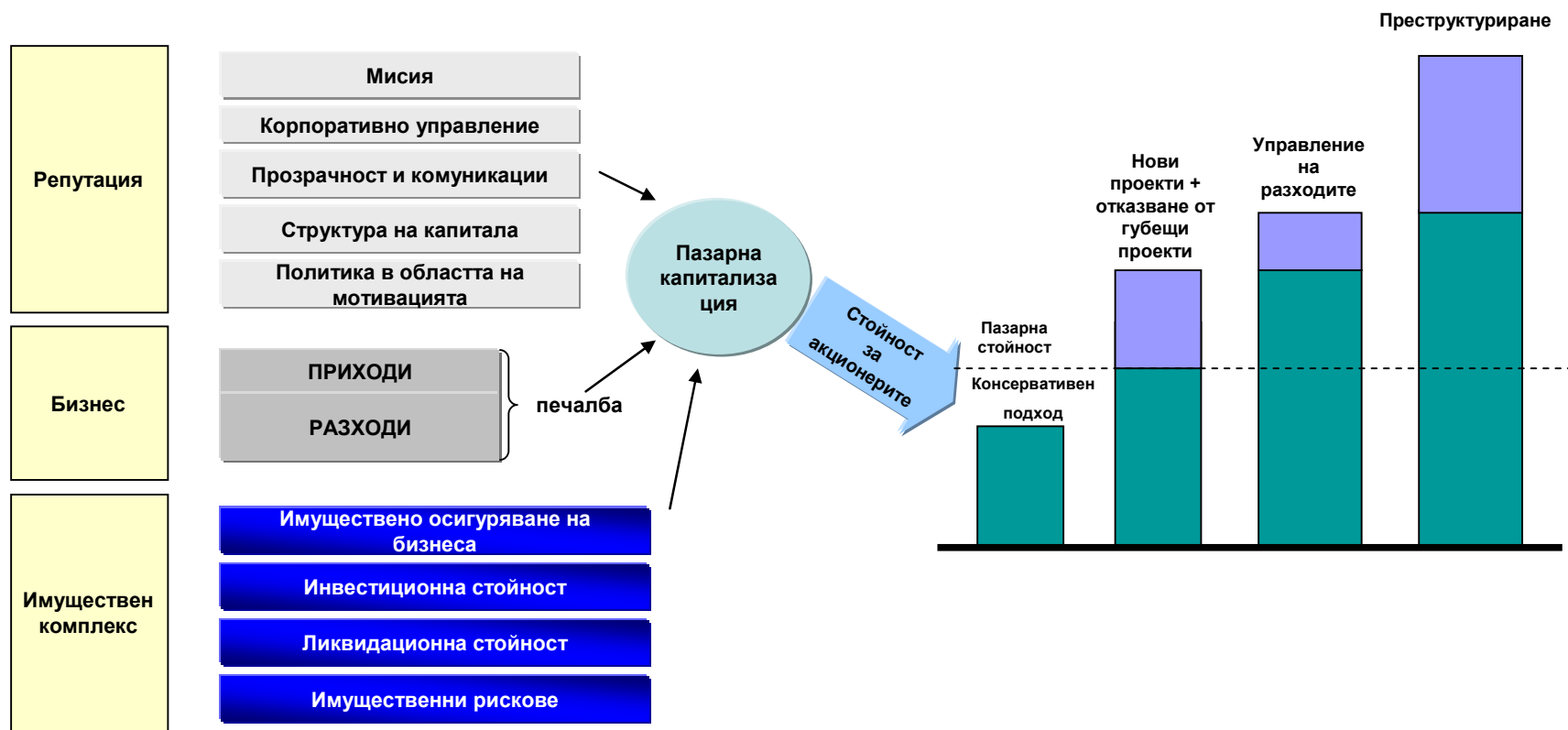
- ❑ Значително улеснява мениджмънта поради преминаване към едноцелево управление
- ❑ Основава се на реални парични потоци, а не на печалбата и показателите, формирани в информационната среда на счетоводния баланс
- ❑ Променя корпоративната култура, функциите на мениджърите и персонала, мисленето и отговорността на всеки служител
- ❑ Използва за характеристика на стопанската дейност ключови показатели за инвестиционни потребности, за инвестиционен риск и способност на предприятието да генерира свободни парични потоци
- ❑ Преосмисля досегашният модел на финансово-счетоводна отчетност, за да включи в него не само резултатите, но и стратегическите планове на компанията
- ❑ Отчита изискванията и удовлетворява интересите на всички заинтересовани лица в компанията

Същностни характеристики на стойностния подход



Мониторинг на ефективността и провеждане на действия за реализация на стратегията

Същностни характеристики на стойностния подход



Същностни характеристики на стойностния подход

Реализира се чрез управление на **ВЕРИГАТА НА СТОЙНОСТТА**:

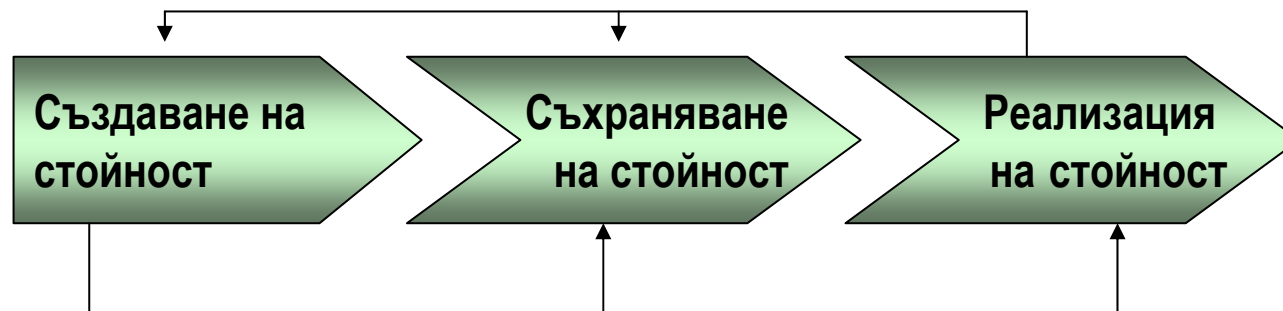
СЪЗДАВАНЕ НА СТОЙНОСТ чрез въздействие върху паричния поток и факторите на стойността



СЪХРАНЯВАНЕ НА СТОЙНОСТ чрез управление на риска и данъчно планиране



РЕАЛИЗАЦИЯ НА СТОЙНОСТ чрез пазара



Ползи от внедряване на стойностния подход

Фокусиране на усилията в организацията към:

- Финансово планиране и контрол
- Удовлетворяване изискванията на клиентите
- Правилно разпределение на ресурсите
- Ръст на печалбите
- Създаване на система за измерване на резултата от дейността и мотивиране на служители
- Избор на модели и процедури за определяне стойността на компанията за нейните собственици
- Мониторинг на изменението на стойността
- Определяне на факторите (драйверите) на създаването на нова стойност
- Изграждане на връзка между стойността на компанията и корпоративните и бизнес стратегии
- Разработване на финансови политики на компанията, насочени към създаването на стойност
- Разработване на механизми за съгласуване на интересите на собствениците, мениджърите и инвеститорите

В крайна сметка: VBM= Резултат

Основни принципи на новата управленска концепция

- Най-добрият показател, позволяващ да се оцени адекватно дейността на компанията е **паричният поток, генерира от стопанската дейност.**
- Новите капитални вложения в компанията трябва да се осъществяват само при условие, **че създават нова стойност.**
- Нова стойност се създава, когато рентабилността на инвестициите превишава разходите по привличането им, т.е.

$$\text{ROIC} > \text{WACC}$$

В пазарната среда инвестиционният портфейл на компанията трябва да се променя, за да се осигурява максимален ръст на стойността ѝ.

Основни принципи на новата управленска концепция

Преосмисляне на досегашния модел на финансово-счетоводна отчетност, за да се:

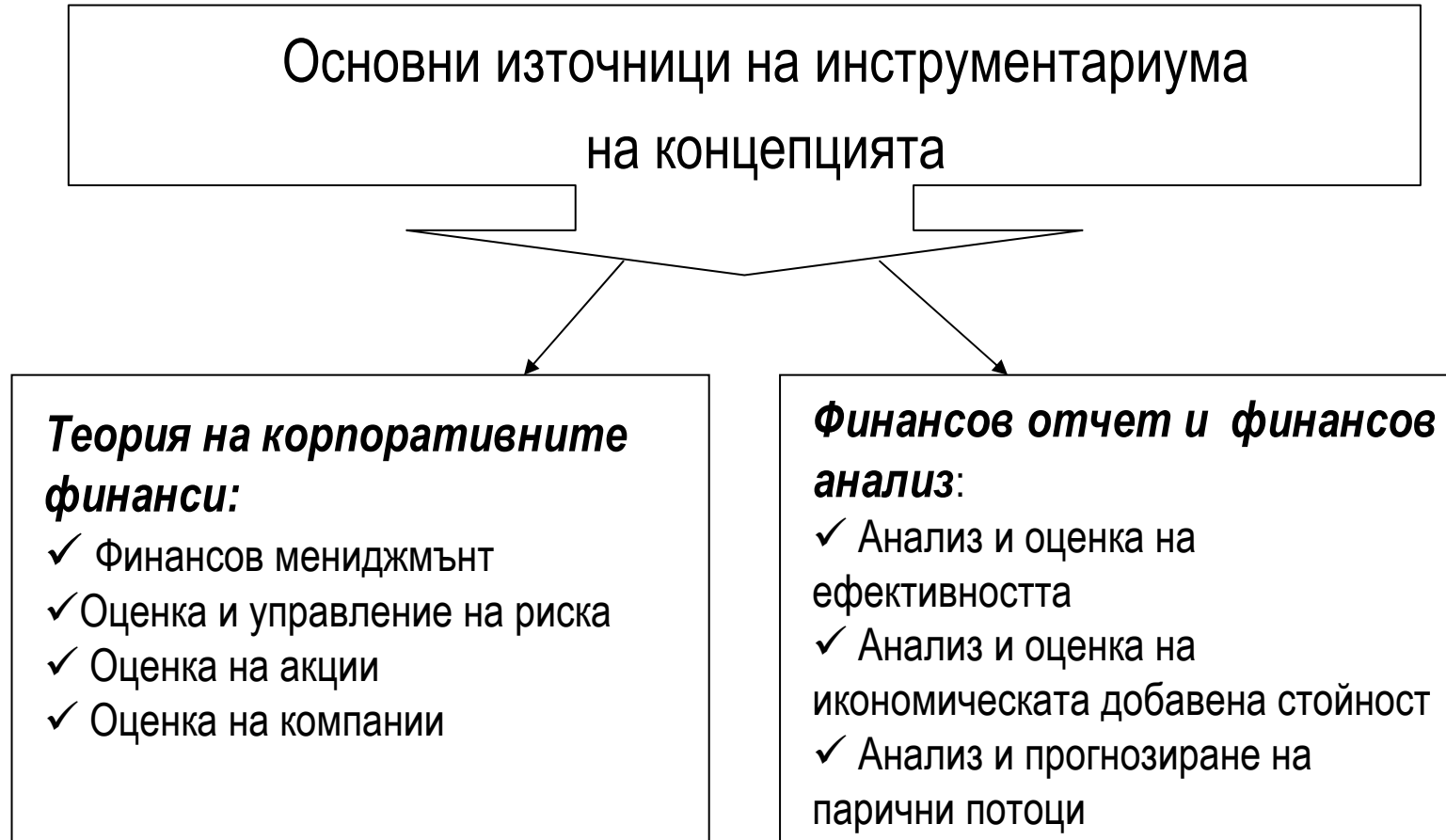
- Интегрира финансовите с нефинансови параметри:
 - *Печалба, Паричен поток, Разходи за НИРД, Доход от нови продукти*
 - *Стратегически цели, Компетентност на мениджърския екип, Пазарен дял, Пазарен ръст, Условия за конкуренция, Интелектуален капитал*
- Включи в него не само постигнатите резултати, но и стратегическите планове на компанията

Интердисциплинарен характер на концепцията VBM

Концепцията VBM не е свързана само с финансите. Тя е синтез от множество научни области, дисциплини и концепции, корпоративната мисъл и корпоративната практика:

- VBM интегрира **корпоративното управление, оценката и управлението на стойността**;
- Синтез на **корпоративните финанси и корпоративната стратегия**.
- Към **финансите** се отнася целевата функция на VBM – създаване и увеличаване на стойността на компанията. Структурата на финансовият отчет, преобразуван за целите на VBM, е заимствана от **счетоводството**. С **бизнес стратегиите и бизнес планирането** е свързано изграждането и поддържането на конкурентни предимства на компанията. Към областта на **организационното поведение и организационната култура** се отнася системата за материално стимулирането на персонала.

Интердисциплинарен характер на концепцията VBM



Интердисциплинарен характер на концепцията VBM

VBM трябва да се разглежда като система за управление на стопанската организация, включваща четири елемента:

- **Оценка** - предполага избор на модели и процедури за определяне на стойността на предприятието за собствениците, мониторинг на изменението на тази стойност, определяне на механизмите за създаване на стойност.
- **Стратегия** - регламентира връзката между стойността на компанията и корпоративните и бизнес стратегии.
- **Финанси** - регламентира финансовата политика, управлението на финансовите потоци и структурата на капитала с за осигуряване ръста на стойността.
- **Копоративно управление** - съгласуване на интересите на собственици и мениджъри (решаване на агентския проблем).

Теоретична основа на концепцията VBM (основни теории)

Теорията за максимизация на богатството (Wealth Maximisation Theory),

изградена върху идеята за развитие на обществото – достигане на социален и икономически разцвет чрез частна собственост, която според М.Фирдман, е най-важното условие за постигане на икономическа свобода и икономически разцвет.

Привържениците на тази теория считат, че компаниите трябва да заменят краткосрочната цел „Получаване на печалба“

*с нова стратегическа цел – **„Създаване и увеличаване на богатството на собствениците (акционерите) или – създаване и увеличаване стойността на компанията (value of the firm).»***

Теоретична основа на концепцията VBM (основни теории)

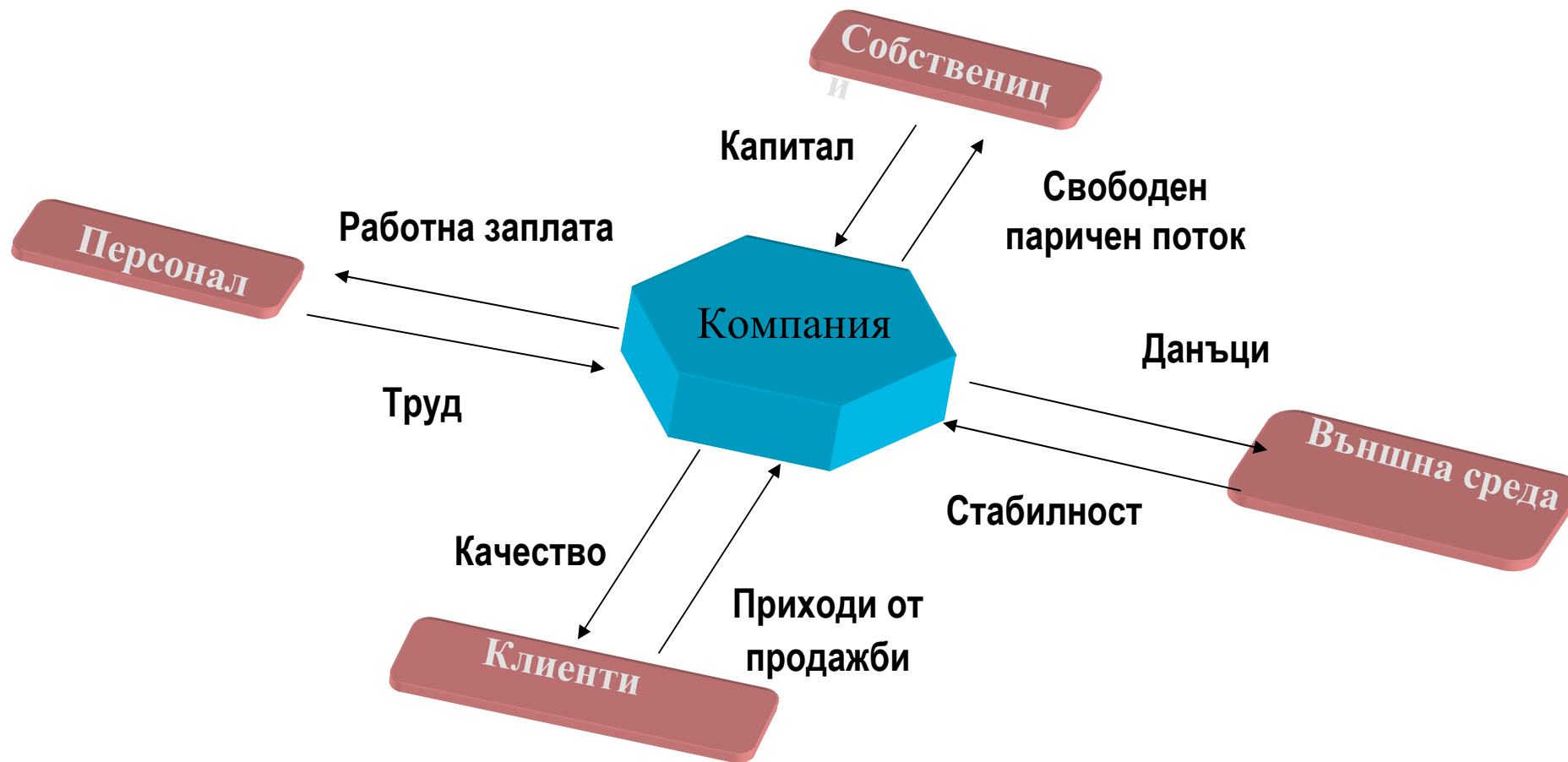
Теорията на заинтересованите страни - водеща в корпоративния мениджмънт в Европа и Япония. Насочена към хармонизиране на противоречивите и разновременни интереси на различните групи физически и юридически лица, участващи в бизнеса.

Привържениците на тази теория предлагат да се максимизира богатството на всички заинтересовани лица, без да уточняват начина, по който на практика се извършва компромис между антагонистичните им интереси

Логически е невъзможно да се максимизира в повече от едно измерение.

Целенасоченото поведение изисква избор на една, ориентирана към стойността, целева функция

Компанията като център на интереси



Изисквания на заинтересованите лица към мениджърите



Взаимоотношения между заинтересованите лица в компанията

	<i>Заинтересовани страни</i>	<i>Пазари, осигуряващи конкурентоспособност</i>	<i>Финансови показатели</i>
Мениджъри	Акционери (собственици)	Капиталов пазар	Собствен капитал, дивиденди, паричен поток
	Кредитори	Финансов пазар	Дълг, лихви по дълга, главница
	Клиенти	Продуктов пазар	Приходи от продажби
	Доставчици	Пазар на суровини и материали	Разходи за суровини и материали
	Персонал	Пазар на труда	Трудови и други възнаграждения
	Правителство	Общество	Данъци, финансираня

*ТЕМА 3. ФУНКЦИИ НА СТОЙНОСТТА
В УПРАВЛЕНИЕТО*

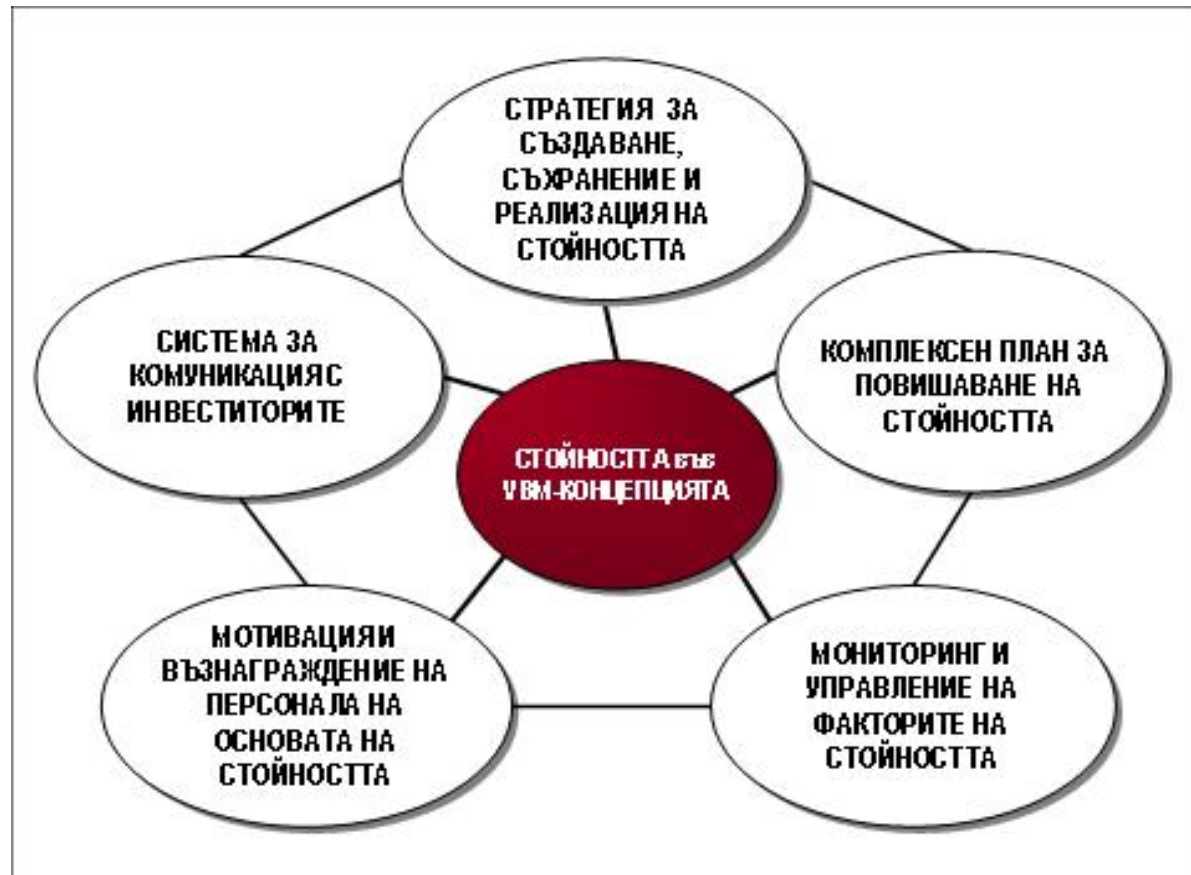


Основни функции на стойността

Стойността като:

- управляващ параметър (*цел*);
- управленски инструмент (*критерий за ефективност*);
- управляван параметър (*обект на управление*)

Стойността като системообразуващ фактор в компанията



Защо стойност?

- ❑ Създаването на стойност е първостепенна задача на мениджърите във водещите компании
- ❑ Организацията съществува, за да създава стойност за всички акционери и други заинтересовани лица
- ❑ Заинтересованите лица това са клиенти, собственици, мениджъри, служители, доставчици и обществото като цяло
- ❑ Организацията определят приоритетността на интересите на всяка заинтересована група и как съответно ще балансират целите си
 - *Нов “Манифест на Менеджмента” (Manifesto for Management), Sumantra Ghoshal, Christopher A. Bartlett & Peter Moran. Sloan Management Review Spring 1999, Vol. 40, Number 3*

Стойността като цел

Управлението на всяка компания е невъзможно без точно формулирани, адекватно **измерими** цели. Принципът на измеримостта, дефиниран от Р. Каплан и Д.Нортън, гласи:

“Не може да се управлява това, което не може да бъде измерено; не може да се измерва това, което не може да се опише.”

Възможни цели (предимства и недостатъци):

- Максимизиране на продажбите
- Максимизиране на пазарния дял
- Максимизиране на печалбата
- Минимизиране на разходите
- Максимизиране на рентабилността

Стойността като цел

Компанията е център на интереси, чиито носители са различни **групи заинтересовани лица**. Основното противоречие е между краткосрочните финансови и стратегическите цели на организацията.

Множественост на целите за удовлетворяване изискванията на повече групи заинтересовани лица, усложнява баланса между тях и прави невъзможно постигането на удовлетворителен за всички резултат.

Интереси на собственика (акционера)

Главна цел – максимизация на стойността на вложения капитал, т.е. на стойността на компанията, за да може изгодно в бъдеще да продаде своя дял на стратегическия инвеститор.

Необходима информация:

- Счетоводни и финансови показатели за дейността на компанията
- Структура на доходи и разходи
- Оценка на квалификацията на мениджмънта
- Данни за стратегическия план на развитие

Интереси на стратегическия инвеститор

Главна цел – стремеж да получи максимален доход от вложения капитал с минимално равнище на риска за определен период от време.

Необходима информация:

- Стратегически план за развитие
- Оценка на стойността на компанията
- Оценка на инвестиционния риск
- Финансови показатели за дейността на компанията

Интереси на мениджърите

Главна цел – получаване на максимум парични средства и ресурси за осъществяване на управленските задачи, които са им възложени от собствениците.

- Осигуряване на положителна стопанска дейност, за да продемонстрират ефективност на работата си пред собственици и инвеститори
- Стремех към фиксиране на достатъчно високо ниво на собствената си работна заплата и към намаляване равнището на отговорност
- Заинтересованост от печалбата в годишния финансов отчет, а не от перспективите на компанията.

Интереси на различните групи заинтересовани лица






Интереси на собственика	Интереси на стратег.инвеститор	Интересите на мениджърите
Главна цел – максимизация на стойността на вложения капитал, т.е. на стойността на компанията, за да може изгодно в бъдеще да продаде своя дял на стратегическия инвеститор.	Главна цел – стремеж да получи максимален доход от вложения капитал с минимално равнище на риска за определен период от време.	Главна цел – получаване на максимум парични средства и ресурси за осъществяване на управленските задачи, които са им възложени от собствениците.
Необходима информация:	Необходима информация:	Необходима информация:
Счетоводни и финансови показатели за дейността на компанията	Стратегически план за развитие	Заинтересованост от печалбата в годишния финансов отчет, а не от перспективите на компанията.
Структура на приходи и разходи	Оценка на стойността на компанията	Осигуряване на положителна стопанска дейност, за да продемонстрират ефективност на работата си пред собственици и инвеститори
Оценка на квалификацията на мениджмънта	Оценка на инвестиционния риск	Стремеж към фиксиране на достатъчно високо ниво на собствената си работна заплата и към намаляване равнището на отговорност
Данни за стратегическия план на развитие	Финансови показатели за дейността на компанията	67

Стойността като цел

Алтернативата е във формулиране на цел, която:

- Удовлетворява изискванията на всички заинтересовани лица, независимо от различния им хоризонт
- Гарантира успешното развитие на компанията.

Изисквания към ЦЕЛТА:

-  Да е мащабна,
-  Да отчита и балансира интересите на основните субекти в предприятието – мениджъри и акционери (собственици);
-  Да съгласува краткосрочните с дългосрочните управленски решения;
-  Лесно да се измерва и разбира, за да може да се трансформира на оперативно равнище;
-  Да определя смисъла на съществуването на компанията от гледна точка на собствениците ѝ.

Стойността като цел

Ориентир в търсенето на цел

Компаниите процъвтят само когато създават реална икономическа стойност за своите акционери, т.е. когато влагат капитал с доходност, по-висока от разходите за неговото привличане.

Т.Коплан, Т.Колер и Дж.Мурин,

Този принцип в еднаква степен важи в САЩ, Европа и Азия и е приложим, както към зрели производствени отрасли, така и към бързорастящия интернет-сектор.

С игнорирането му се обясняват редица негативни явления в последните две десетилетия на XX век - вълната от връждебни поглъщания в САЩ; кризата на японския пазар и в Юго-Източна Азия; слабия ръст и безработицата, от които страда Европа

Стойността като цел

Стратегическата цел **създаване и увеличаване стойността на компанията** изисква и специфичен финансов критерий за ефективност, чрез който да се измерва степента на реализацията ѝ.

Критерии като печалба, рентабилност, обем на производството и продажбите не могат да се разглеждат като обобщаващ критерий за ефективността на финансовите решения поради текущия им характер.

Новият критерий трябва да бъде:

- **еднозначен** – да позволява формулиране на недвусмислени и еднозначни изводи за дейността на компанията и ефективността на нейния мениджмънт;
- **универсален** - да се прилага във всички икономически сектори и за всеки вид стопанска дейност, да позволява сравнение между различни компании и между различни структурни подразделения в една компания;
- **дългосрочен** - да се използва за оценка на ефективността на управлението в компании на всеки стадий от жизнения им цикъл, както и да позволява сравнение между компании, намиращи се на различни стадии на този цикъл.

СТОЙНОСТТА КАТО ЦЕЛ

В теорията и практиката се е наложило разбирането, че най-близо до описаните изисквания е критерият «**стойност на компанията**», поради следните причини:

- В икономиката «стойност» е базово понятие, аналогично на понятието «материя» във философията.
- Съвкупността от блага, принадлежащи на индивида, е неговото имущество, което характеризира равнището на благосъстоянието му или богатството на собственика.
- Основната задача на мениджърите е да максимизират доходите на собствениците (акционерите), които са функция от печалбата, финансовия риск, равнището на конкуренцията, пазарната конюнктура, пазарните позиции на предприятието, изменението на стойността на парите във времето, нематериалните активи и др.

В категорията стойност посочените елементи се отчитат, обвързват, съизмерват и обединяват. Благодарение на това е възможно комплексно да се оценява резултатът от управлението.

- Стойността може да бъде определена за компанията като цяло.
При котирани на фондовата борса компании, стойността допълва показателя пазарна капитализация, когато акциите са неликвидни или недооценени.
- При отсъствие на борсови котировки стойността е най-надеждния показател за определяне на пазарната стойност на акции и дялове.
И в двата случая стойността отчита фундаменталните условия за растеж, а не текущите очаквания на пазара.
- Стойността е ориентирана към стратегическите цели на бизнеса.
- Максимизирането на стойността, разглеждано като ръст на паричните потоци и намаляване на риска, представлява ориентация към потребностите на клиентите, с което се осигурява укрепване на деловата репутация на компанията и възможности за растеж.
- В стратегически план отказване от стойността като целева функция на управлението води до загуби за собствениците и мениджърите.

- Стойността е универсален критерии при определяне предназначението на акциите.

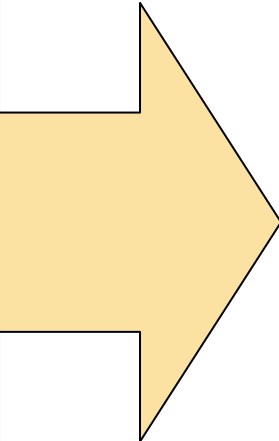
Известно е, че курсът на акциите се основава на очакванията за печалба от тях. Финансовият пазар обаче, реагира на изменението на стойността много по-активно отколкото на изменението на печалбата.

- Стойността много по-адекватно отразява интересите на акционерите по отношение на курса на акциите.

Ръстът на стойността стимулира увеличаването на паричните потоци, стабилизира финансовото състояние на компанията и по този начин максимисира потенциалните доходи на собственика от владението или от продажбата на акциите (или дяловете) му.

ОСНОВНА ЦЕЛ:

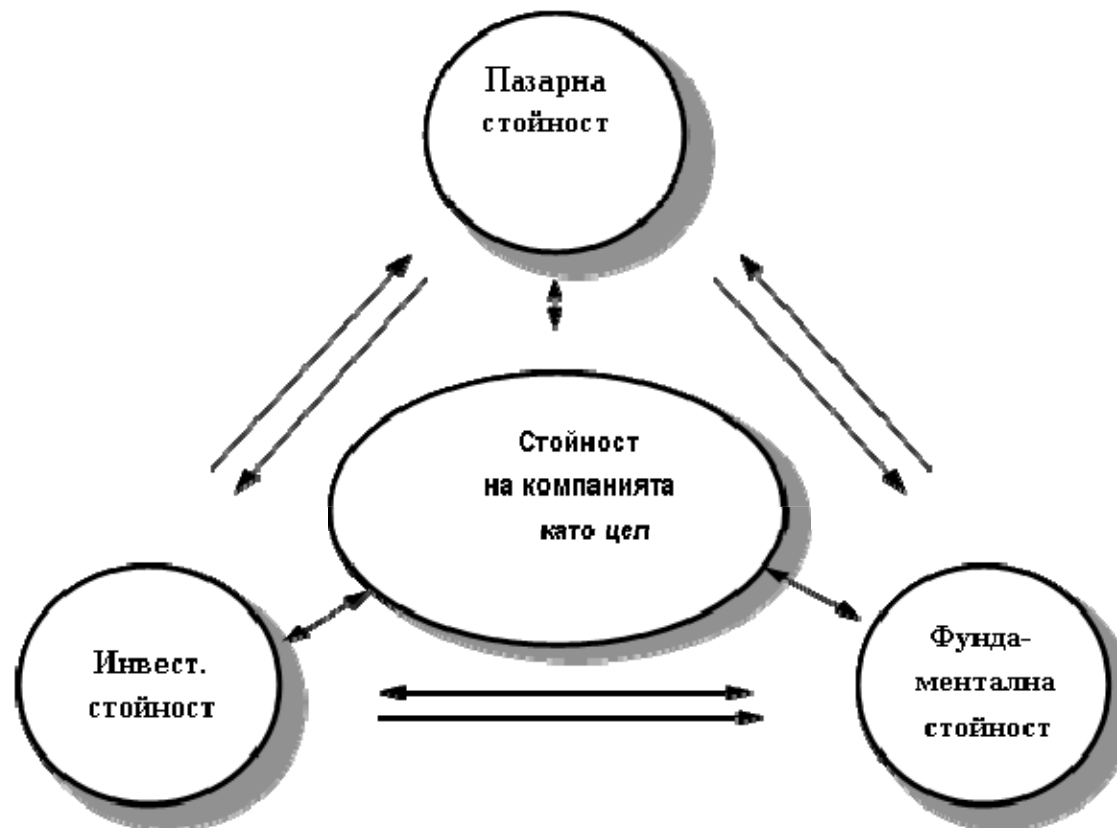
Максимизиране
богатството на
собствениците
чрез максимално
увеличаване на
пазарната
стойност на
компанията



КОНКРЕТИЗАЦИЯ НА ЦЕЛТА:

- ❑ За *непублични компании* –
максимизиране стойността
на собствения капитал
- ❑ За *публични компании* –
максимизиране на
пазарната капитализация
- ❑ За *инвеститори* –
максимизиране на
стойността на компанията +
синергийния ефект

ВИДОВЕ СТОЙНОСТ В КОНЦЕПЦИЯТА VBM

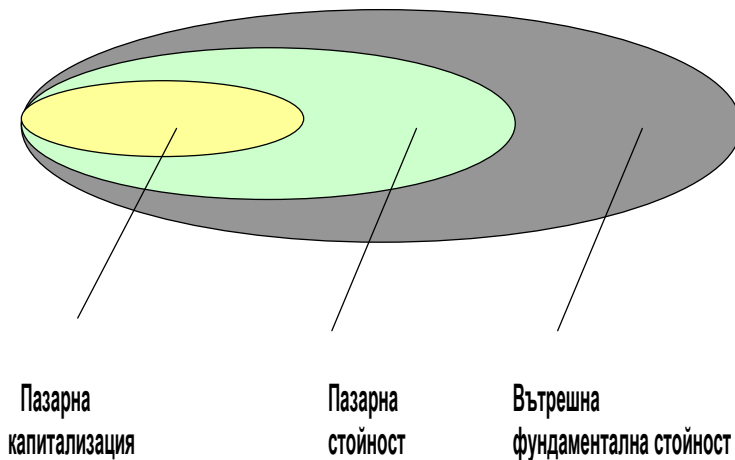


ВИДОВЕ СТОЙНОСТ В КОНЦЕПЦИЯТА VBM

Видовете стойност (value/V), чрез които се реализира целевата функция на концепцията VBM, са:

- Вътрешна, фундаментална стойност (Intrinsic, Fundamental Value - VF).
- Пазарна стойност (Market Value - VM) и пазарната капитализация (Market Capitalization of Equity - VMCE).
- Инвестиционна стойност (Investment Value – IV)

Видове стойност в концепцията VBM



Управлението на компанията на основата на стойността трябва да поддържа зависимостта

$$VF > VM > VMCE \rightarrow \max.$$

Зависимости:

- при анализа – мониторинг на изменението на стойността, създавана от компанията в отделни периоди:

$$V1 \rightarrow V2 \rightarrow V3 \rightarrow V4 \text{ и т.н.}$$

- при управлението – вземане на решения, които добавят стойност:

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

СТОЙНОСТТА КАТО КРИТЕРИЙ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ

Стойността изпълнява ролята си на критерий за ефективност на управлението чрез показатели (performance metrics), които:

- дават отговор на въпроса „добавена” или „разрушена” е стойността на компанията през съответния
- осигуряват връзка между стратегическите и оперативните управленски решения в компанията;
- предполагат плащане за ползване не само на привлечения, но и на собствения капитал;
- отчитат състоянието на пазарната неопределеност и информационната асиметрия и свързаните с тях рискове;
- отчитат времевата дистанция между инвестициите и получената възвращаемост на вложения капитал.

СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА СЧЕТОВОДНИЯ И НА ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛИ

СЧЕТОДОВЕН МОДЕЛ –
оценява резултата от
стопанската дейност на
основата на счетоводната
печалба, която е функция от
цената и себестойността.

ФИНАНСОВ МОДЕЛ - оценява
резултата от стопанската
дейност на основата на
икономическата печалба,
която е функция от
инвестиции, риска и
паричния поток.

СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА СЧЕТОВОДНИЯ И НА ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛИ

Счетоводният анализ обслужва интересите на кредитори и данъчни служби и:

- Използва показатели за ефективност на стопанската дейност, базирани върху финансовия резултат, фиксиран в счетоводната отчетност
- Отразява историческата картина в предприятието към края на отчетния период;
- Използва историческата цена и е фокусиран върху миналото на предприятието;
- признава приходите и разходите от дейността при самото им възникване;
- използва финансови коефициенти, които не корелират с пазарната стойност, тъй като не отчитат размера на реалните и финансови инвестиции, потребността от финансиране, както и дистанцията между инвестициите и възвръщаемостта на вложения капитал.

СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА СЧЕТОВОДНИЯ И НА ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛИ

Финансовият анализ е ориентиран към инвеститорите и собствениците и:

- ❖ Използва показатели за ефективност на стопанската дейност, които са пряко свързани с пазарната стойност;
- ❖ Отчита дистанцията между инвестициите и възвръщаемостта на вложения капитал;
- ❖ Изследва входящите и изходящи парични потоци от стопанската дейност и тяхното разположение във времето;
- ❖ Прилагането му има нужда от ефективен капиталов пазар;
- ❖ Признава приходите и разходите от дейността при реалното изплащане на паричната им стойност;
- ❖ Е ориентиран към бъдещето на компанията и към способността ѝ да носи доход;
- ❖ Разглежда бизнеса като динамична величина.

Сравнителен анализ на счетоводния и на финансовия модели

СЧЕТОВОДНИЯТ модел е:

- Ретроспективен, фокусиран върху миналото
- Отразява историческата картина към края на отчетния период
- Изисква щателно и сложно оповестяване
- Реализира се на базата на определени фундаментални счетоводни принципи, които не позволяват в отчета да се обхване всичко съществено и да се отрази по ясен за инвеститора
- Не отчита величината и ролята на риска и не стимулира влягането на средства в дългосрочното развитие на предприятието, тъй като ще се влошат текущите резултати от дейността.

ФИНАНСОВИЯТ модел е:

- Перспективен
- Бъдещоориентиран
- Разглежда бизнеса като динамична величина
- Значително улеснява мениджмънта поради преминаване към едноцелево управление

Сравнителен анализ на счетоводния и на финансовия модели

По отношение на компанията двата модела се ориентират към различни критерии за успех и имат собствено виждане за протичащите

Счетоводен модел – оценява резултата от стопанската дейност на основата на **СЧЕТОВОДНАТА ПЕЧАЛБА**, която е функция от цената и себестойността.

Финансов модел - оценява резултата от стопанската дейност на основата на **ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА**, която е функция от инвестиции, риска и паричния поток.

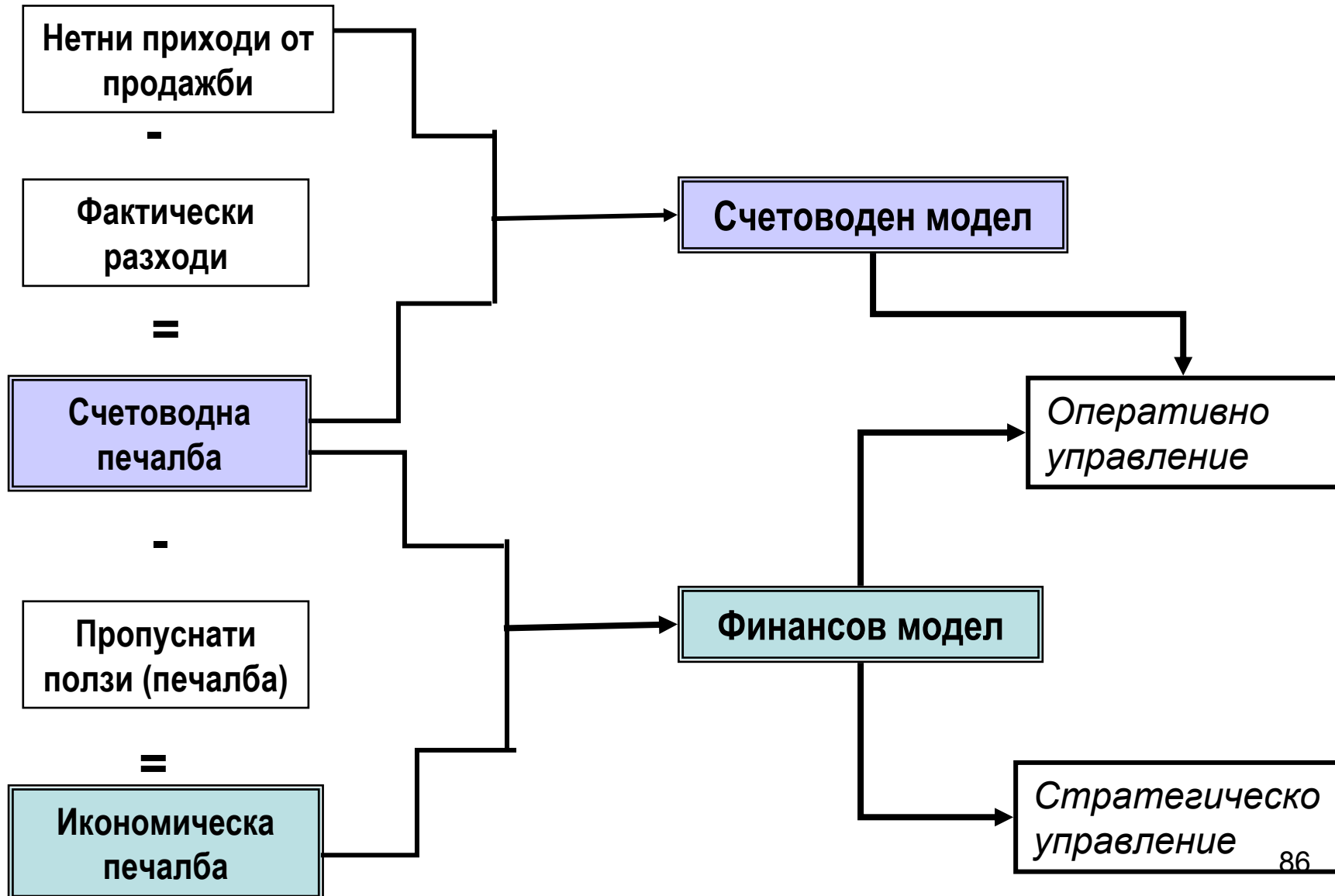
Асиметрия между балансовата и пазарната стойност

- ❑ През 1978 г. балансовата стойност формира 95% от пазарната стойност на 3500 крупни американски компании; 1998 г. – балансовата им стойност е само 28%.
- ❑ В началото на 80-те години нематериалните активи формират 20% от стойността на компаниите, в началото на 90-те години делът им нараства до 50%, а в края на 90-те години — до 80% и повече.
- ❑ По някои оценки 75% от пазарната стойност на компанията Соса-Сола се определя от съвкупната стойност на принадлежащите ѝ търговски марки.
- ❑ По данни от 1992 г. в балансовата отчетност на средно статистически американска компания не намират отражение около 40% от пазарната ѝ стойност.

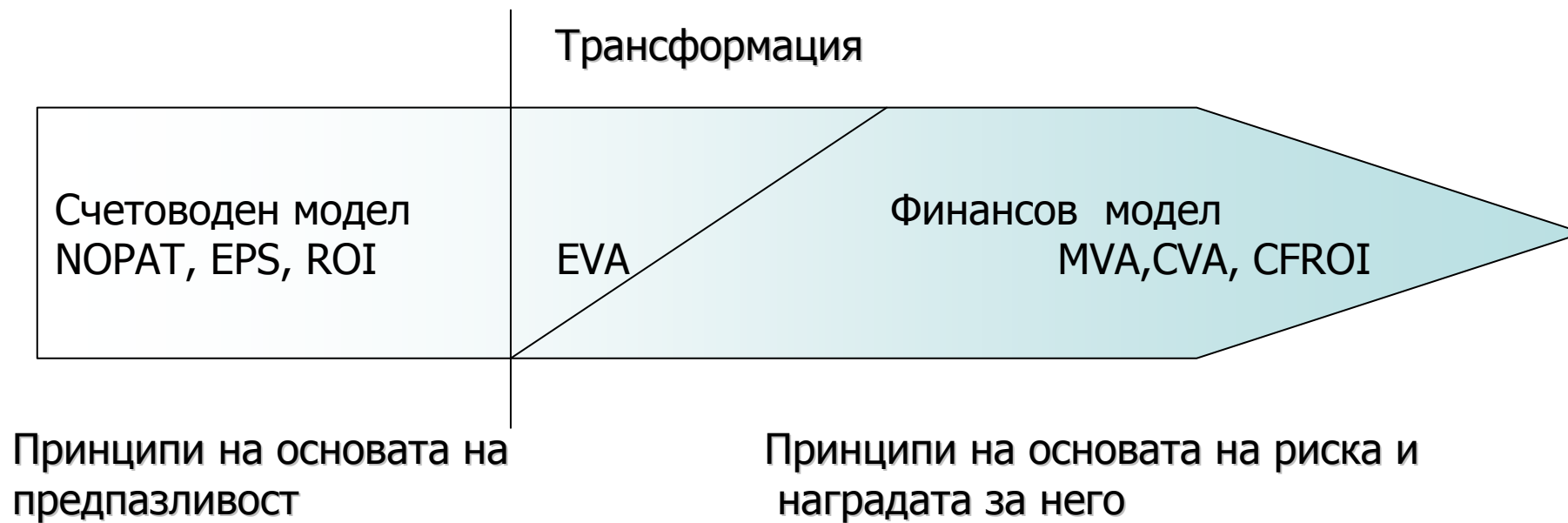
Асиметрия между балансовата и пазарната стойност

- Когато Стивън Спилбърг основава заедно с Джефри Катценберг и Дейвид Геффен компанията Dream Works SKG балансовата стойност на активите ѝ възлиза на 250 млн.дол., а пазарната стойност на акциите ѝ достига 2 млрд.дол.
- Аналогична ситуация съществува и в Microsoft, чиято балансова стойност възлиза на 6,9 млрд.дол, а пазарната ѝ стойност е 85,5 млрд.дол.
- Компанията Нетскейп при собствени фондове 17 млн.дол. и персонал не повече от 50 души в началото на 1997 г. има пазарна стойност почти 3 млрд.дол.

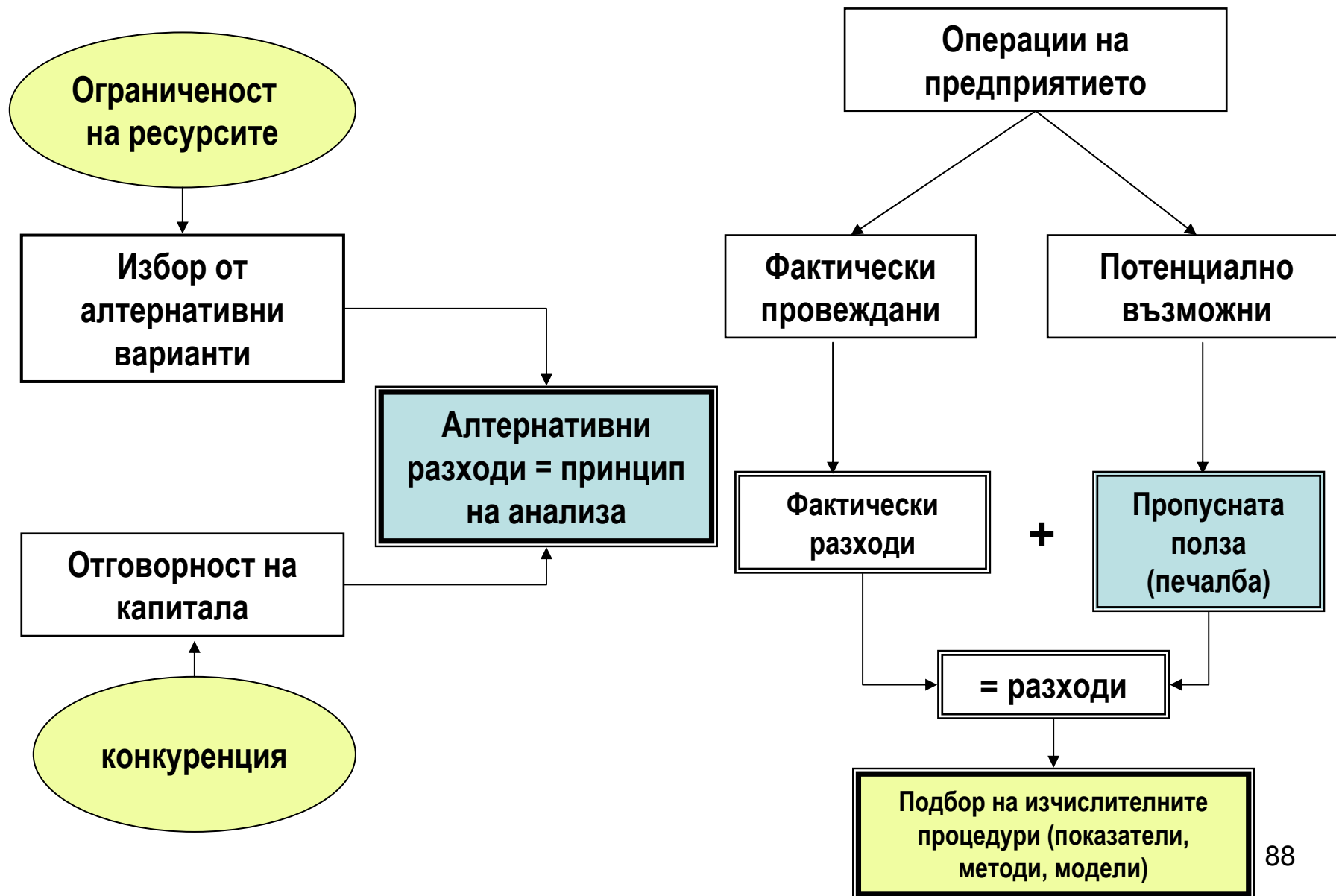
Концепция за печалбата



1. Счетоводния модел, в който компаниите се анализират и оценяват чрез система от коефициенти и
2. Финансовия модел, поставен в основата на управлението на стойността.



Изисквания на икономическата среда към анализа на разходите на предприятието



Принципи на анализа на доходността

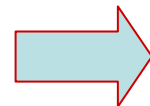
Счетоводен модел

Счетоводната печалба е основа на модела

Капиталът се третира в рамките на счетоводните стандарти

Акцентира се върху фактическите операции

Рискът не е условие на анализа



Риск \neq Доходност

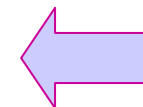
Риск = Доходност

Финансов модел

Икономическата печалба е основа на модела

Алтернативност на вариантите

Рискът е задължително условие на анализа



Уравнение на рентабилност в счетоводния модел

$$ROA = \frac{NI}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets}$$

Рентабилност на продажбите

Обръщаемост на активите

ROA- return on assets – рентабилност на капитала (активите)

NI – net income – чиста печалба

Assets – съвкупни активи (средногодишна стойност)

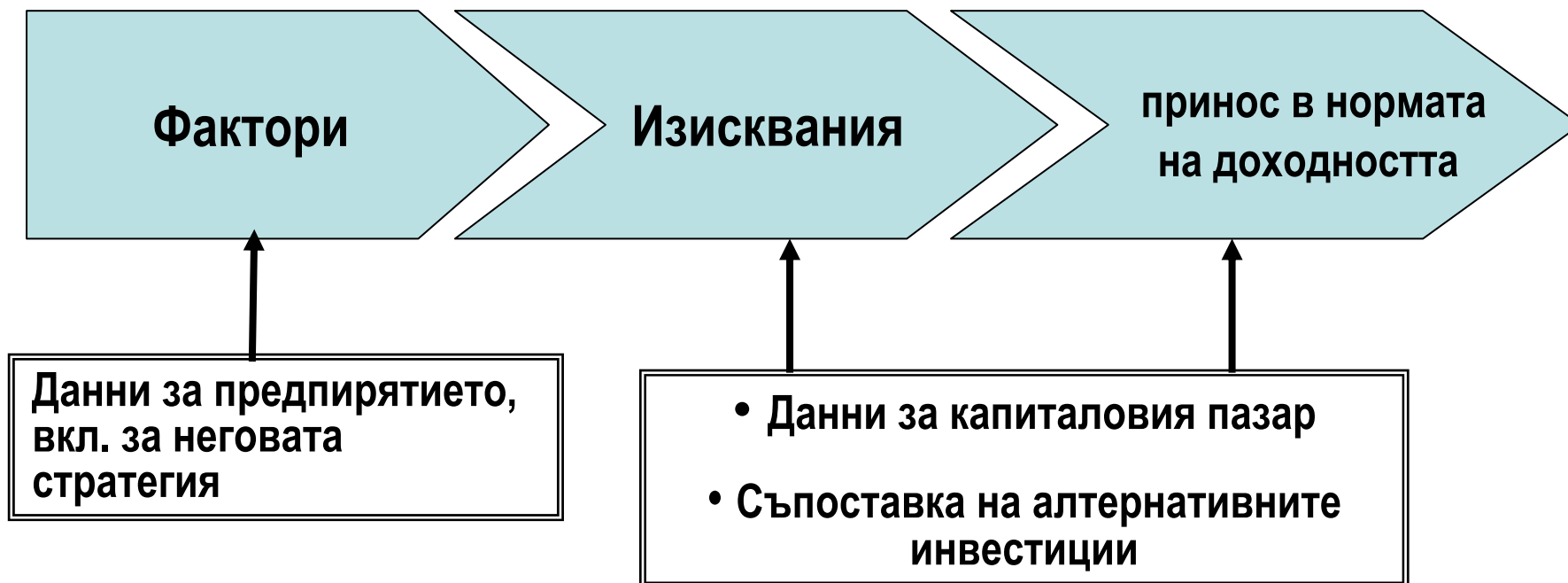
Sales – приходи от продажба

Данни от финансовия отчет

Уравнение на рентабилността във финансовия модел

Рентабилност = риск

Аналитична норма на доходността



Парите във финансовия модел

Изисквания на средата:

- Паричният поток е инвестиционен ресурс
- Инвестиционният потенциал зависи от
 - Инфраструктурата
 - Инструментите на капиталовия пазар
 - Нормите на доходност

Инвестиционният подход:

- «днешните» пари са растящи потоци
- «бъдещите» пари са частично пропуснати поради загуби от инвестиционния подход

Счетоводният модел – количествен израз на резултата и целите на развитие на предприятието

Ръст на счетоводната печалба



Ръст на масата на чистата печалба



Ръст на чистата печалба на един дял от собствения капитал

Чиста печалба

Бр. дялове

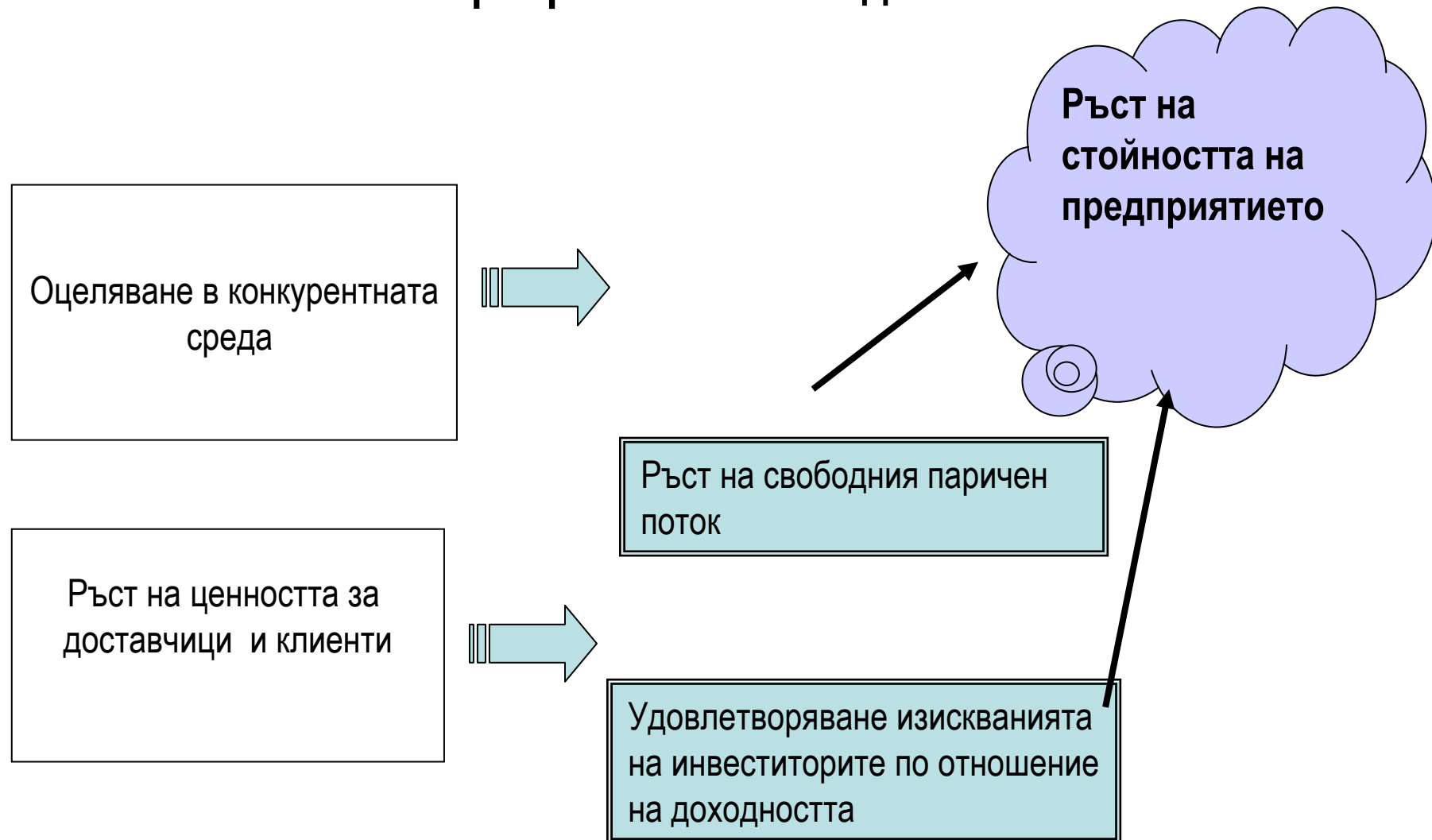


Ръст на рентабилността

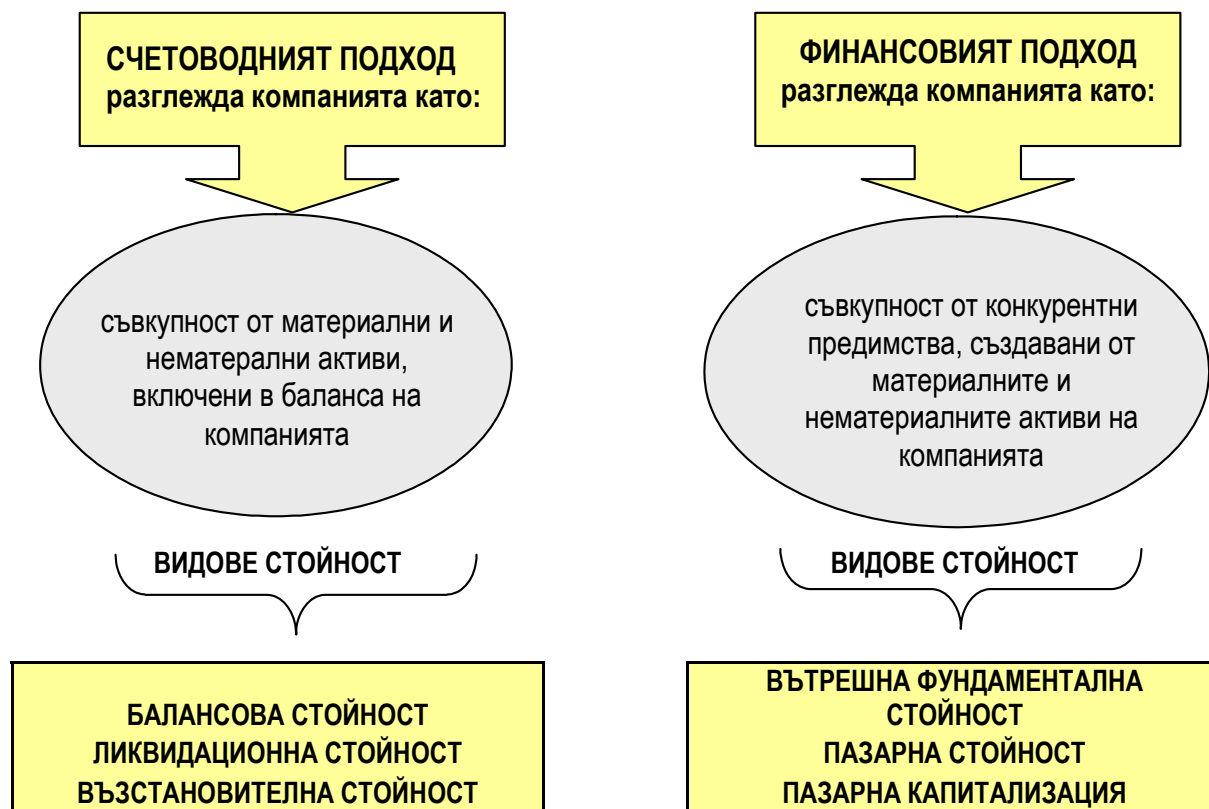
Чиста печалба

Активи

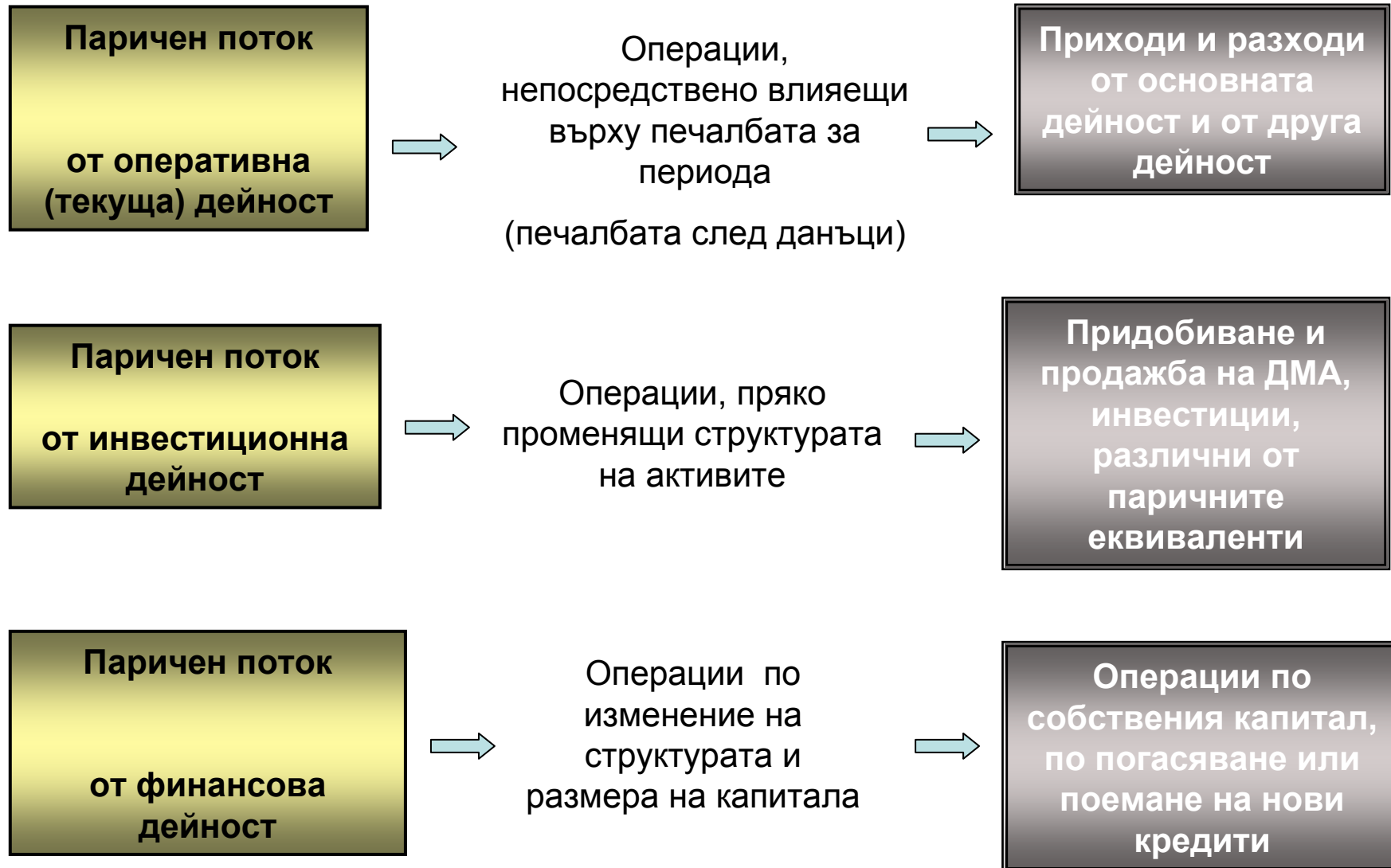
Количественно представяне на резултатите и целите при финансовия модел



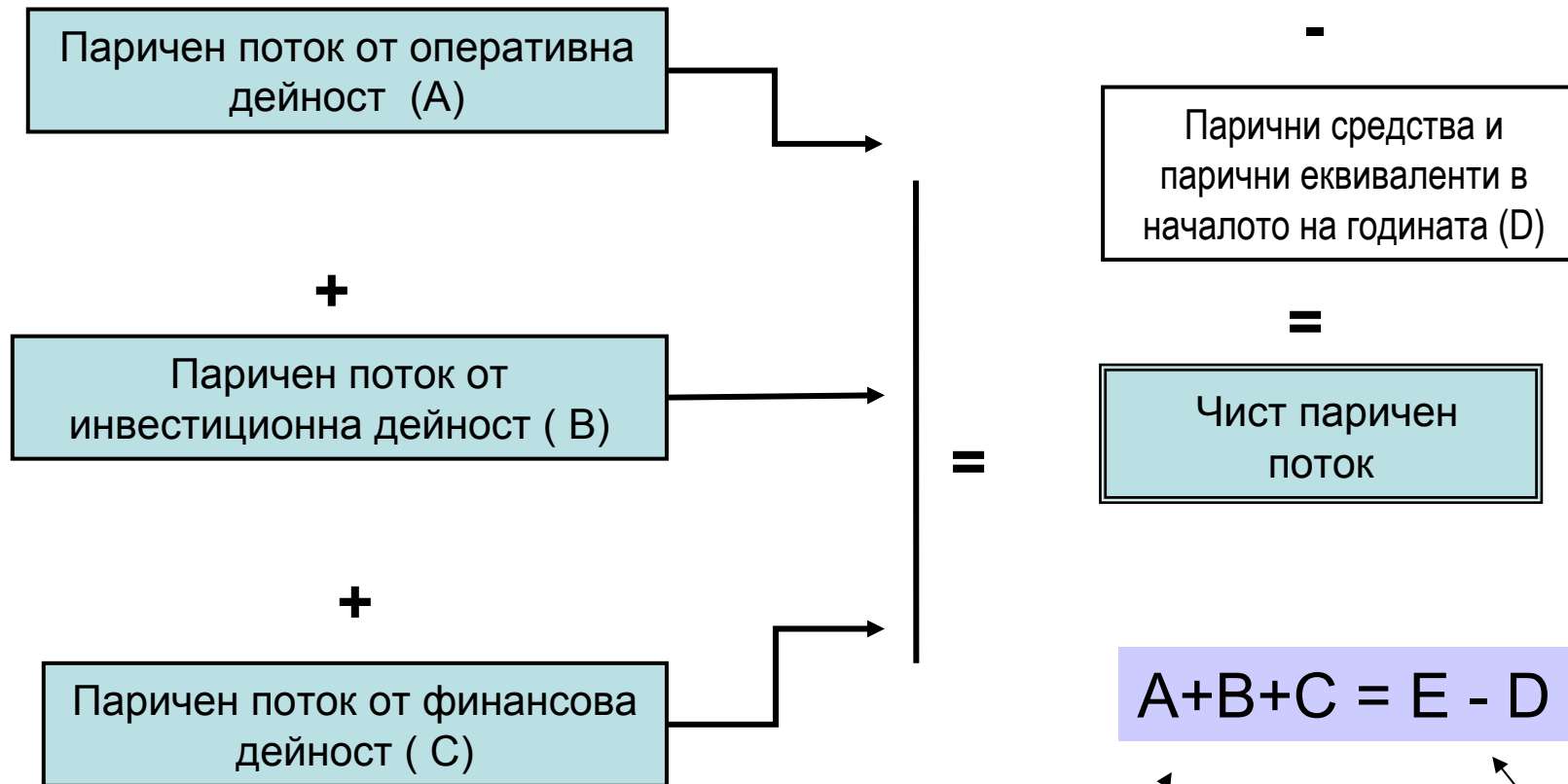
Стойността като критерий за ефективност



Счетоводен подход към паричния поток



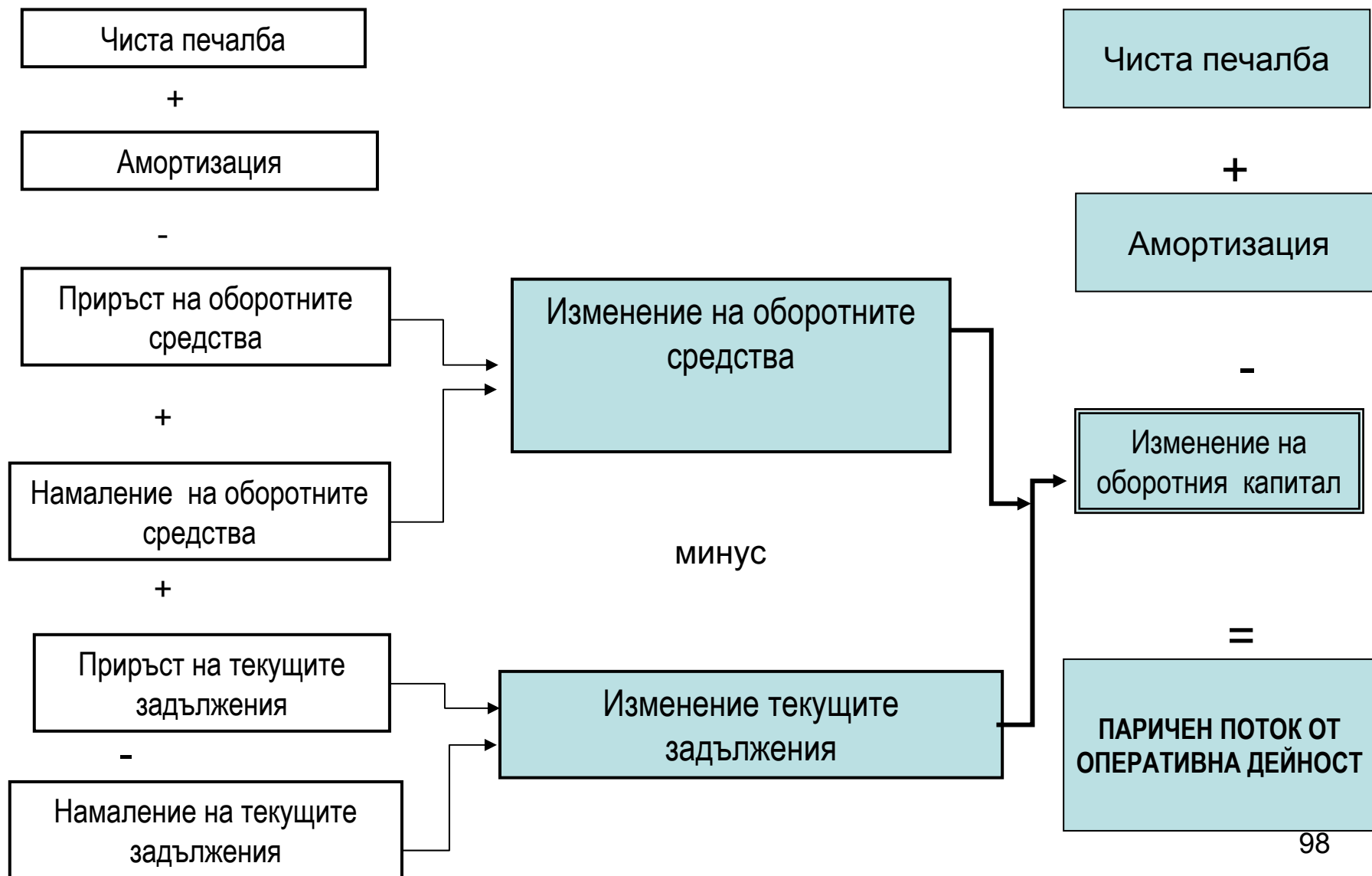
Счетоводни показатели на паричния поток



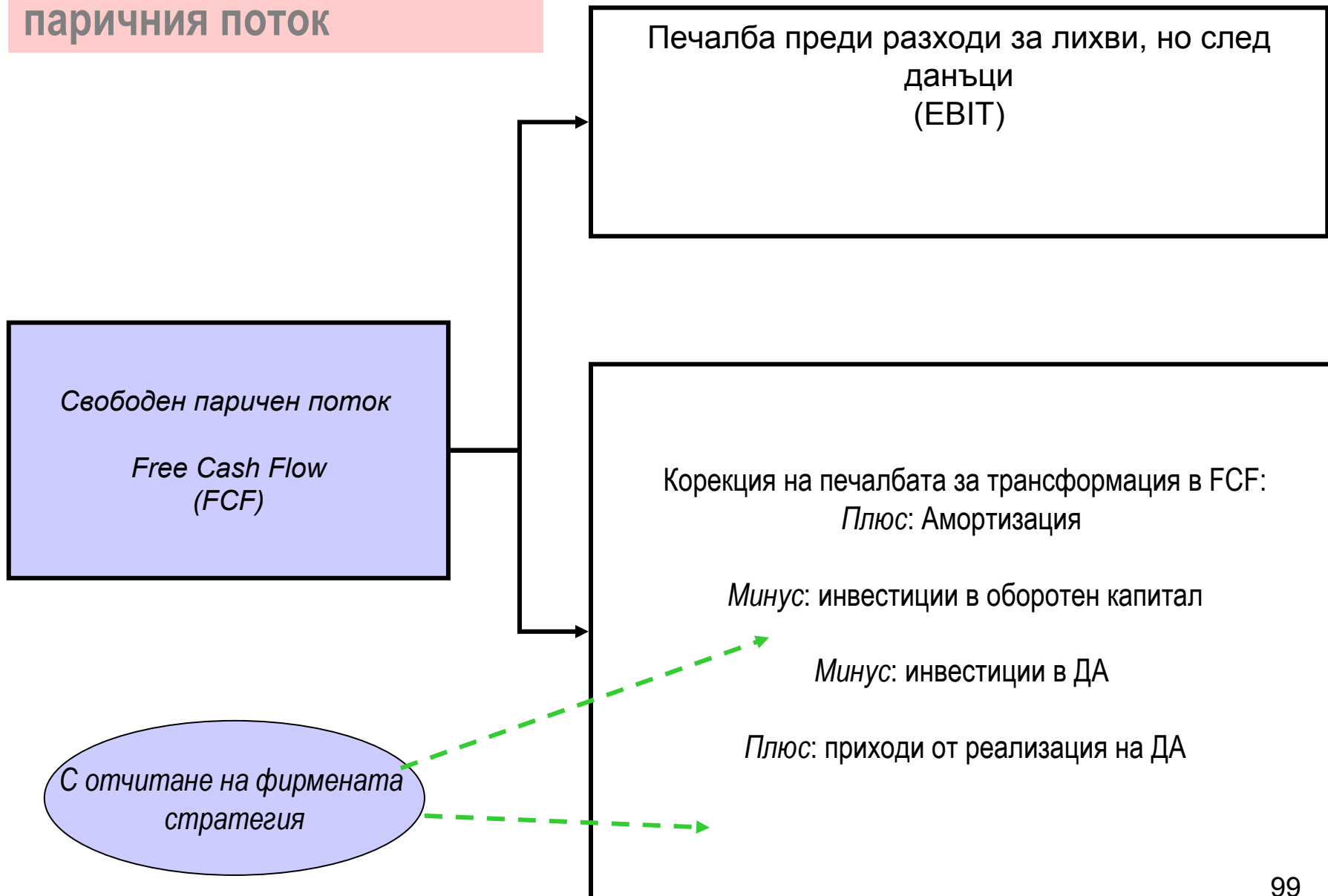
Разчетни показатели

Показатели от
баланса

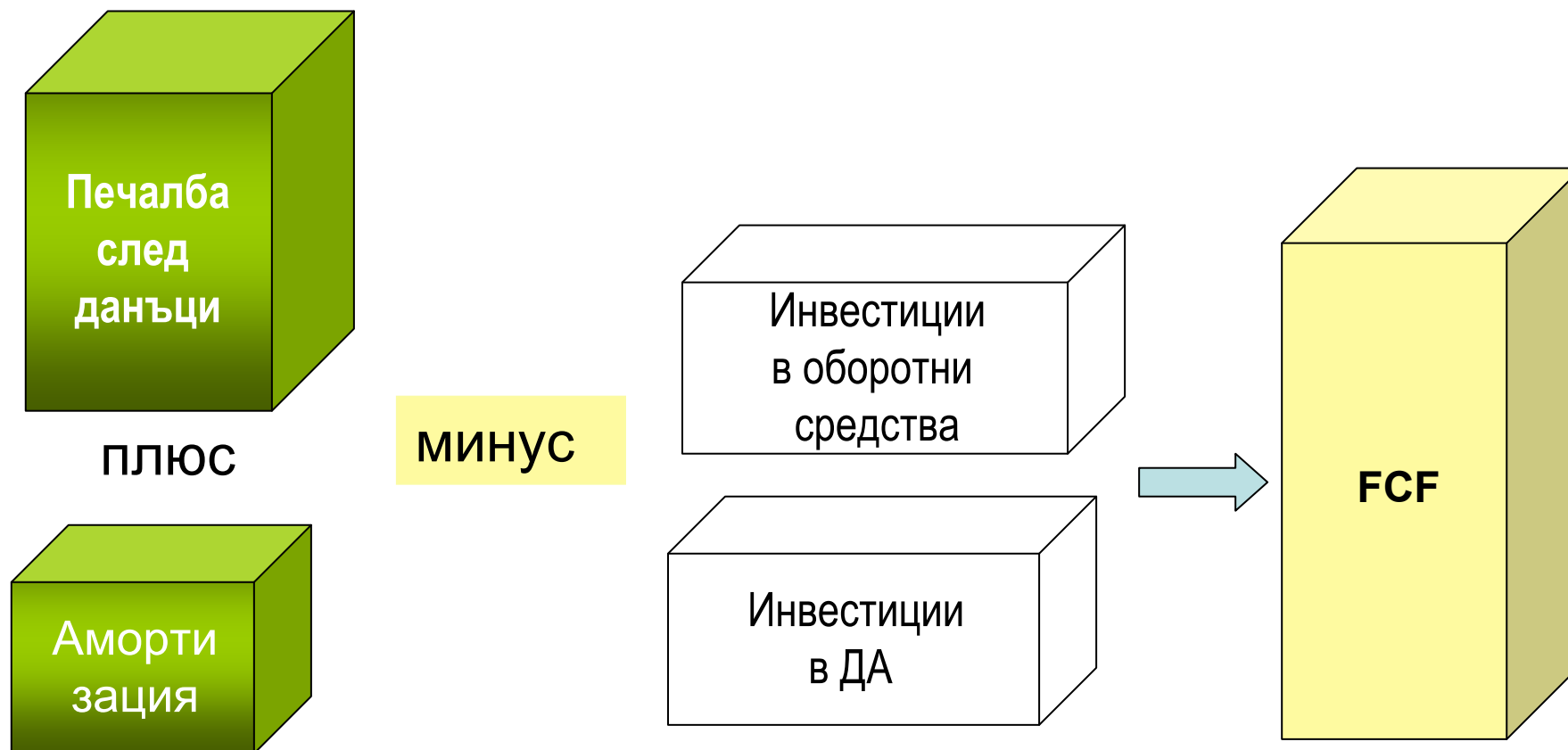
Паричен поток от оперативна дейност (косвен метод)



Финансов подход към паричния поток



Свободен паричен поток (FCF)



*ТЕМА 4. “ВСЕЛЕНА” ОТ ПОКАЗАТЕЛИ В
СТОЙНОСТНИЯ ПОДХОД*



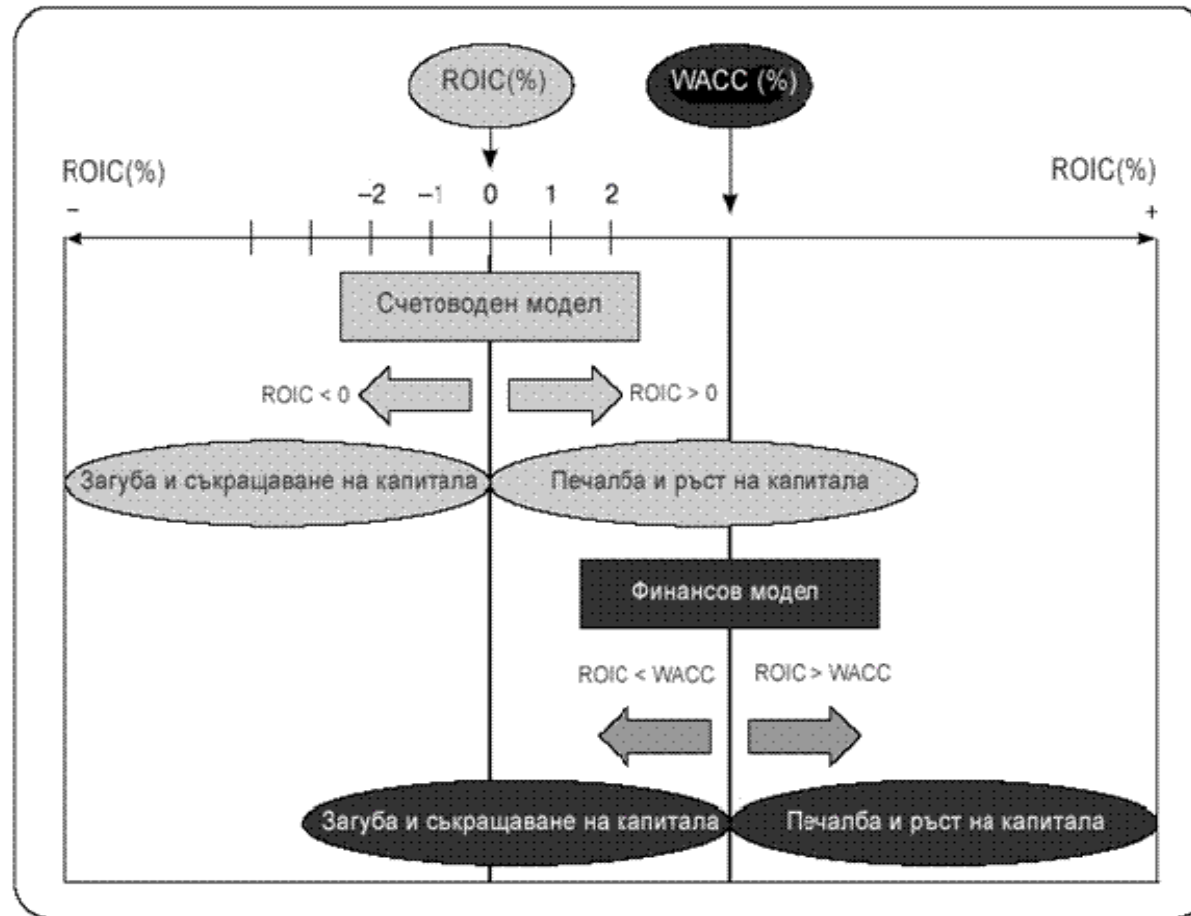
ВИДОВЕ ПОКАЗАТЕЛИ

- ***Показатели на основата на икономическата печалба***
- ***Показатели на основата на паричния поток***

УПРАВЛЕНСКИТЕ РЕШЕНИЯ В СЧЕТОВОДНИЯ И ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛ



WACC – ГРАНИЦАТА МЕЖДУ СЧЕТОВОДНИЯ И ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛ



WACC – ГРАНИЦАТА МЕЖДУ СЧЕТОВОДНИЯ И ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛ

WACC формира границата между добавянето и намляването (разрушаването) на стойността и изпълнява в концепцията VBM ролята на своеобразен норматив за равнището на доходност.



**Базов постулат в теорията и практиката на стратегическото
управление на компанията**

ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ПЕЧАЛБА В СЧЕТОВОДНИЯ И ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛ

Показатели за печалба в счетоводния модел (традиционни показатели за печалба)

Абсолютни показатели

Брутна печалба (EBITDA)
Оперативна печалба (EBIT)
Нетна оперативна печалба след данъци (NOPAT)
Нетна печалба (NI)

Относителни показатели

Рентабилност на продажбите (ROS)
Рентабилност на активите (ROA)
Рентабилност на собствения капитал (ROE)
Рентабилност на инвестирания капитал (ROIC)

Показатели за печалба във финансовия модел (иновационни показатели за печалба)

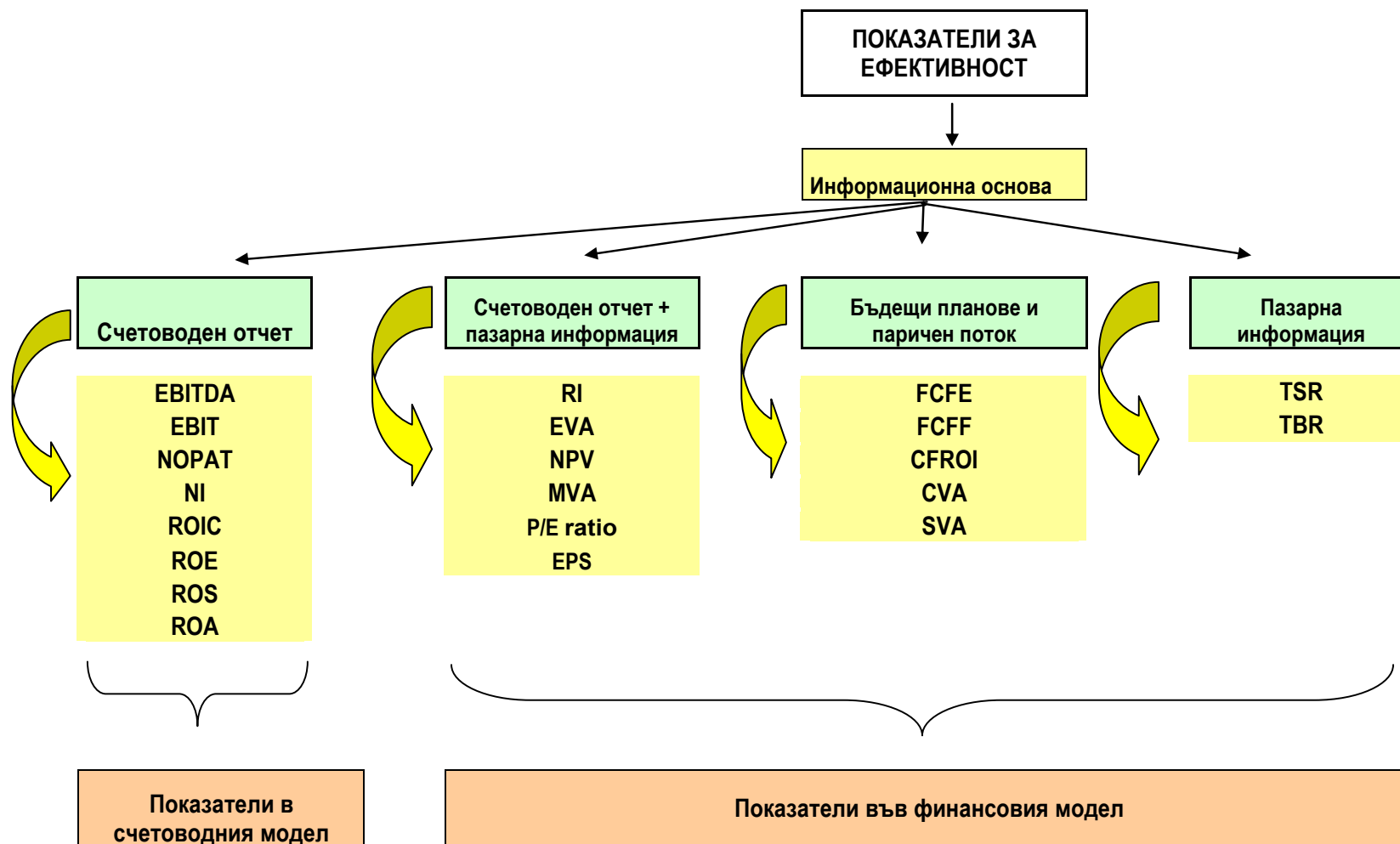
Абсолютни показатели

Остатъчна чиста печалба (RI)
Икономическа добавена стойност (EVA)
Парична добавена стойност (CVA)
Пазарна добавена стойност (MVA)
Акционерна добавена стойност (SVA)

Относителни показатели

Обща възвращаемост от бизнеса (TBR)
Обща акционерна възвращаемост (TSR)

ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ЕФЕКТИВНОСТ В СЧЕТОВОДНИЯ И ФИНАНСОВИЯ МОДЕЛ



ЛЕГЕНДА:

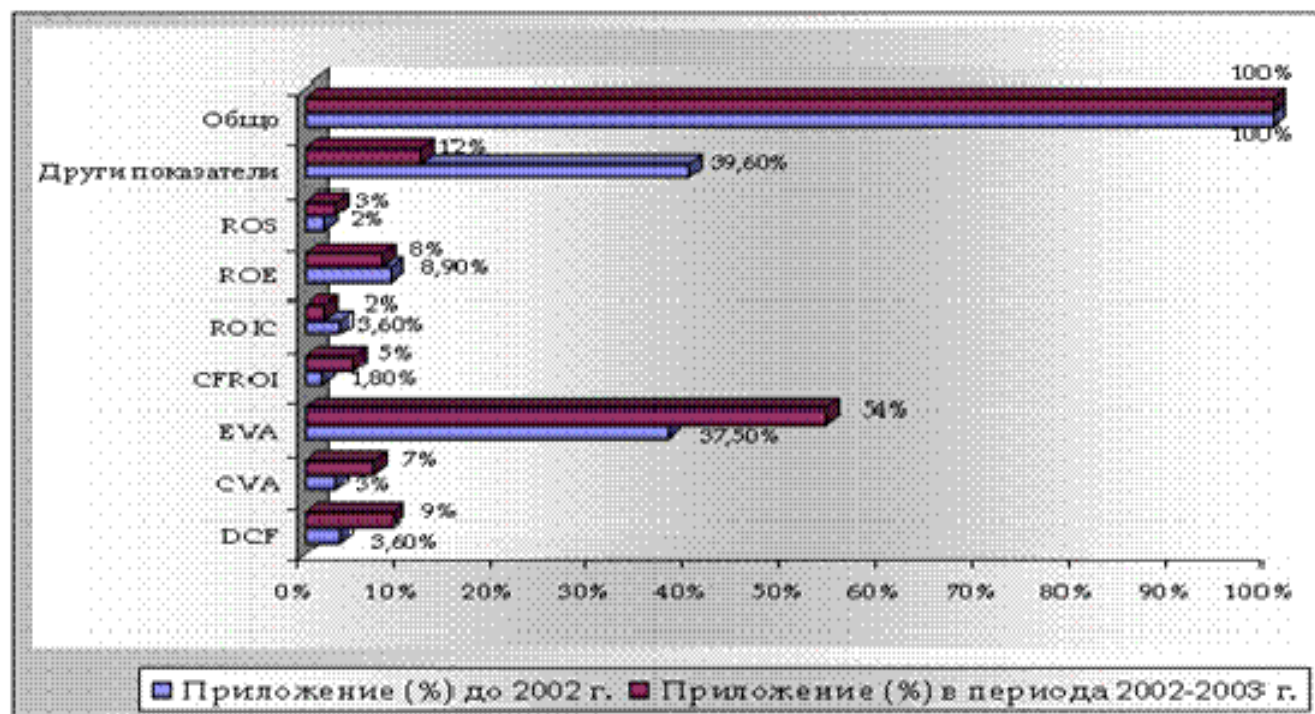
- **EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – Печалба преди лихви, данъци и амортизация; **EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes) – Печалба преди лихви и данъци; **NOPAT** (Net Operating Profit After Tax) – Чиста оперативна печалба след данъци; **NI** (Net Income) – Чиста печалба; **ROIC** (Return On Investment Capital) – Рентабилност на инвестирания капитал; **ROE** (Return On Equity) – Рентабилност на собствения капитал; **ROS** (Return on Sales) – Рентабилност на активите; **ROA** (Return On Assets).
- **RI** (Residual Income) – Остатъчна печалба; **EVA** (Economic Value Added) – Икономическа добавена стойност; **NPV** (Net Present Value) – Нетна настояща стойност; **MVA** (Market Value Added) - Пазарна добавена стойност; **P/E ratio** (Price/Earnings ratio) – Пазарен множител „Цена/Печалба”; **EPS** (Earnings per Share) – Печалба на акция.
- **FCFE** (Free Cash Flow to Equity) – Свободен паричен поток за акционерите; **FCFF** (Free Cash Flow to Firm) – Свободен паричен поток за фирмата; **CFROI** (Cash Flow Return on Investment) – Парична рентабилност на инвестициите; **CVA** (Cash Value Added) – Парична добавена стойност; **SVA** (Shareholder Value Added) - Акционерна добавена стойност
- **TSR** (Total Shareholder Return) - Обща акционерна доходност, **TBR** (Total Business Return) - Обща доходност на бизнеса

Стойността като цел и като критерий за ефективност в концепцията VBM

<i>Видове стойност</i>		<i>Стойностни показатели</i>
ФУНДАМЕНТАЛНА СТОЙНОСТ		SVA, EV A, CVA, CFROI
ПАЗАРНА СТОЙНОСТ		SVA, EV A, CVA, CFROI
ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ		MVA

Приложение на основни стойностни показатели

Източник: KPMG Shareholder Value Studie 2003



МОДЕЛИ ЗА КОНСТРУИРАНЕ НА ПОКАЗАТЕЛИТЕ В VBM- КОНЦЕПЦИЯТА

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

Търсят компромис между счетоводния и финансовия модели чрез корекции в инвестирания капитал и в оперативна печалба, за да:

- преодолее ограниченията на действащите счетоводни стандарти и
- разкрият икономическата същност на активите.

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ПАРИЧНИЯ ПОТОК

Основен постулат - стойността на компанията, на всяка от нейна стратегия или инвестиция е равна на текущата стойност на подходящо дисконтирани бъдещи нетни парични потоци, респ. нетния паричен поток за акционерите (FCFE), нетния паричен поток за фирмата (FCFF), нетния капиталов паричен поток (FCCF).

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

А.Маршал (1842-1924) - основоположник на концепцията за икономическата печалба.

- 1890 г. той дефинира печалбата, която остава за собственика или мениджъра (т.е. предприемаческата или управленската печалба) като разлика между нетната печалба и разходите по лихви за инвестирания капитал с определена цена

- През втората половина на ХХ век концепцията за икономическата печалба получава по-нататъшно развитие, макар тази печалба да се нарича по различен начин:

- ✓ Edwards & Bell, (1963), Ohlson (1992), Pablo Fernandez (2002) я наричат остатъчен доход,

- ✓ Stern Stewart (1991) - икономическа добавена стойност - EVA,

- ✓ McKinsey & Company (1995) – модел на икономическата печалба

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА представлява печалба, получена от бизнеса за определен период от време след приспадане на всички разходи по създаването ѝ, включително и цената на инвестирания капитал – собствен и привлечен.

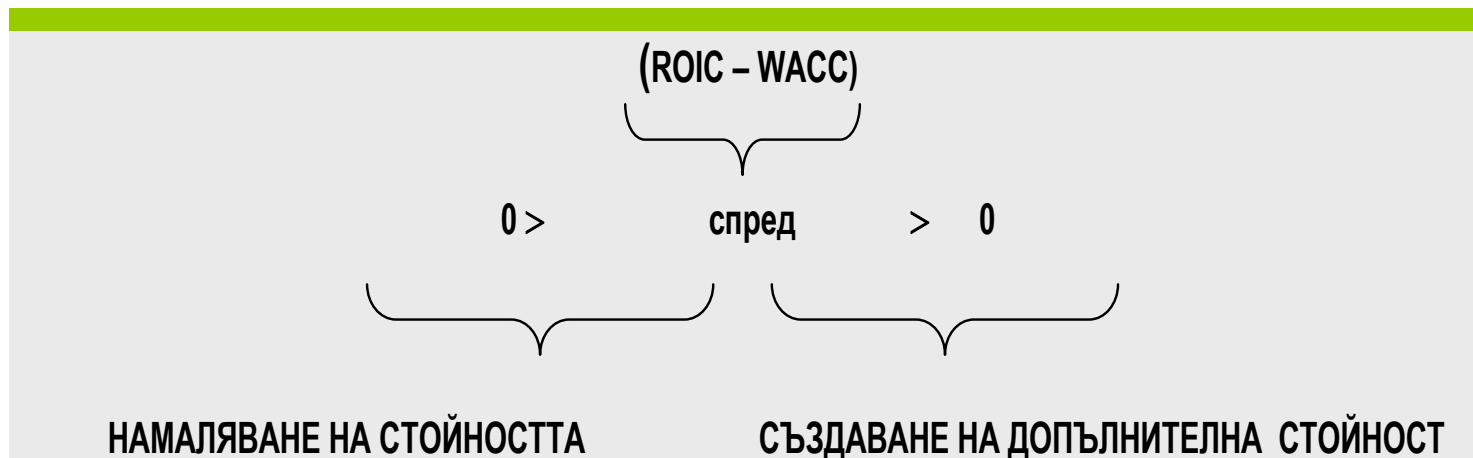
”Това, което наричаме печалба, а именно останалите пари, обслужващи собствеността, по принцип въобще не е печалба. Докато бизнеса не изработи печалба по-голяма от стойността на капитала, то той работи на загуба. Нищо, че плаща данъци.... Предприятието все още произвежда по-малко за икономиката, отколкото поглъща... Докато това е така, то не произвежда благосъстояние, то се самоунищожава.”

П. Дракър, 1995 г.

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

Фундаменталната стойност на капитала зависи от **четири фактора**:

- размер на инвестирания капитал към момента на оценката (IC),
- фактическата доходност (ROIC)
- изискуемата доходност най-често измервана чрез средно претеглената цена на капитала (WACC)
- устойчивост на спреда между тези две доходности.



МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

Периодът, през който се осигурява положителен спред между фактическата и изискуемата доходност на капитала, се определя като **период на конкурентно предимство** (competitive advantage period). Именно през този период се създава фундаментална стойност, която в дългосрочен аспект предопределя пазарната стойност на капитала.

Следователно, основната идея при определяне на фундаменталната стойност е дефиниране на **остатъчната печалба (RI)**, която отчита цената на капитала (инвестициите), използван за получаването ѝ.

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

Изчисляването на RI:

$$RI = (ROIC - WACC) * I_c,$$

където:

RI – остатъчна печалба за отчетната година

ROIC – фактическата доходност на инвестирания капитал в отчетната година

WACC – изискуемата доходност на инвестирания капитал в отчетната година

I_c – балансова стойност на инвестирания капитал в отчетната година

$$RI = (NOPAT / I_c) * I_c - WACC * I_c = NOPAT - WACC * I_c,$$

където:

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

Показателят *RI* за първи път е използван за вътрешнофирмен анализ в General Motors през 30-те години на XX век .

МОДЕЛИ НА ОСНОВАТА НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПЕЧАЛБА

RI може да се изчисли в **два варианта**, в зависимост от разбирането за инвестиции:

- остатъчна оперативна печалба (RI) - след приспадане на разходите за целия инвестиран капитал
- остатъчна чиста печалба (RE), след приспадане на разходите за собствен капитал.

Варианти на остатъчната печалба

Компоненти	Остатъчна оперативна печалба (RI)	Остатъчна чиста печалба (RE)
Капитал (Инвестиции)	Ic - балансова стойност на собствения капитал + балансова стойност на привлечения капитал	Ic - балансова стойност на собствения капитал
Печалба	NOPAT = EBIT * (1-T), <i>където,</i> EBIT – оперативна печалба (печалба преди лихви и данъци) T – ставка на корпоративен данък	NI = EBT (1-T) <i>където,</i> NI – чиста печалба EBT – печалба след лихви преди данъци
Фактическа доходност на инвестициите	ROIC	ROE <i>където,</i> ROE – фактическа доходност на собствения капитал
Изискуема доходност на инвестициите	WACC	R, <i>където,</i> R – изискуема норма на възвръщаемост на собствения капитал
Формула	NOPAT – WACC * Ic или (ROIC – WACC) * Ic	NI – R * Ic или (ROE – Re) * Ic

Варианти на остатъчната печалба

В края на 80-те години на XX век се появява модификация на показателя остатъчна оперативна печалба с наименованието **икономическа добавена стойност (EVA)**, който много бързо придобива популярност.

EVA обвързва стремежите към максимизиране на текущата доходност и ръст на стойността на бизнеса и се утвърждава като финансова мярка за ефективен растеж.

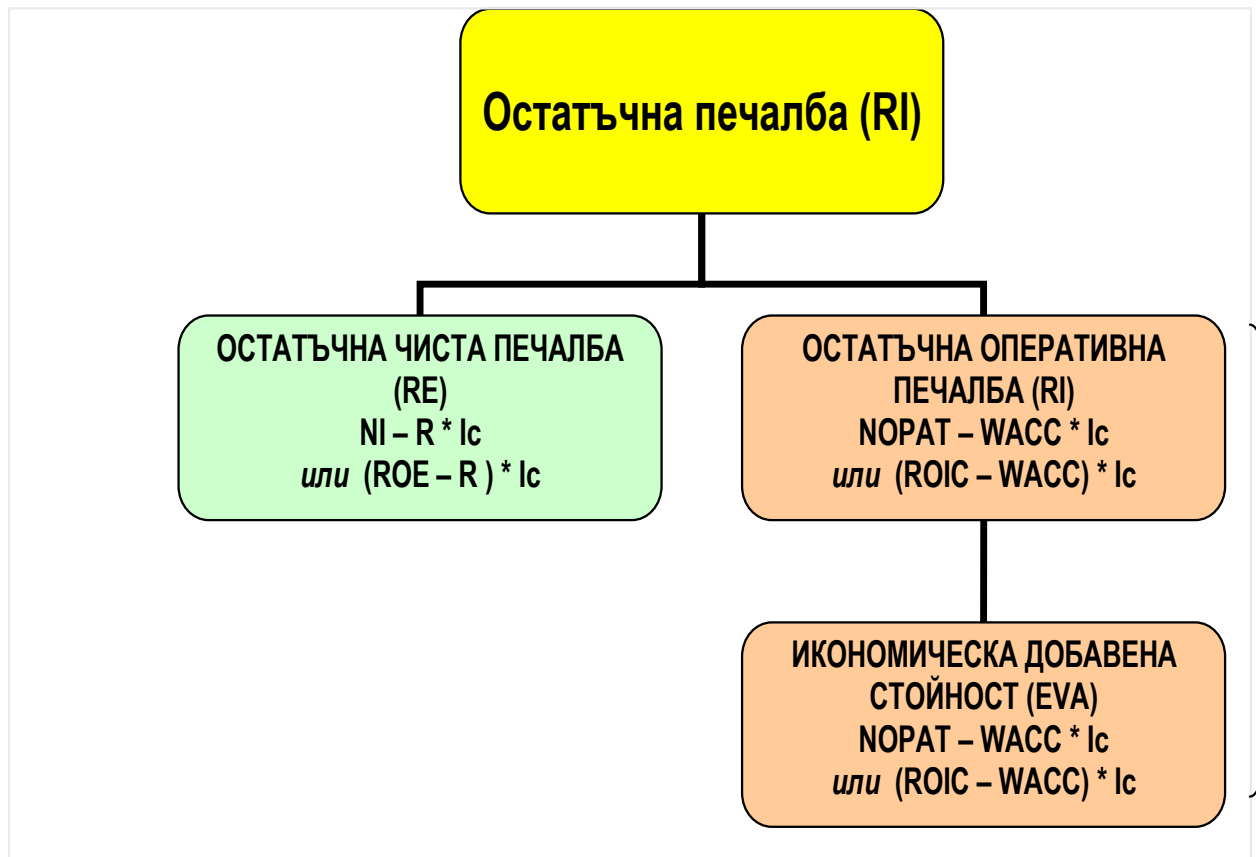
Варианти на остатъчната печалба

Икономическата добавена стойност (Economic Value Added, EVA) е модел, 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 - EVA™.

От същия екип е разработен и моделът на пазарната добавена стойност (Market Value Added, MVA)

В своята класическа работа *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business: N. Y., 1999 Б.Стюърт озаглавява един от параграфите в увода „Долу паричните потоци“ (“Abandon Cash Flow”) - емоционален израз на конфронтацията между двете групи модели за изграждане на показателите за ефективност в концепцията VBM.

Варианти на остатъчната печалба



ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

EVA се изчислява на годишна база по същия начин, както и остатъчната оперативна печалба (RI):

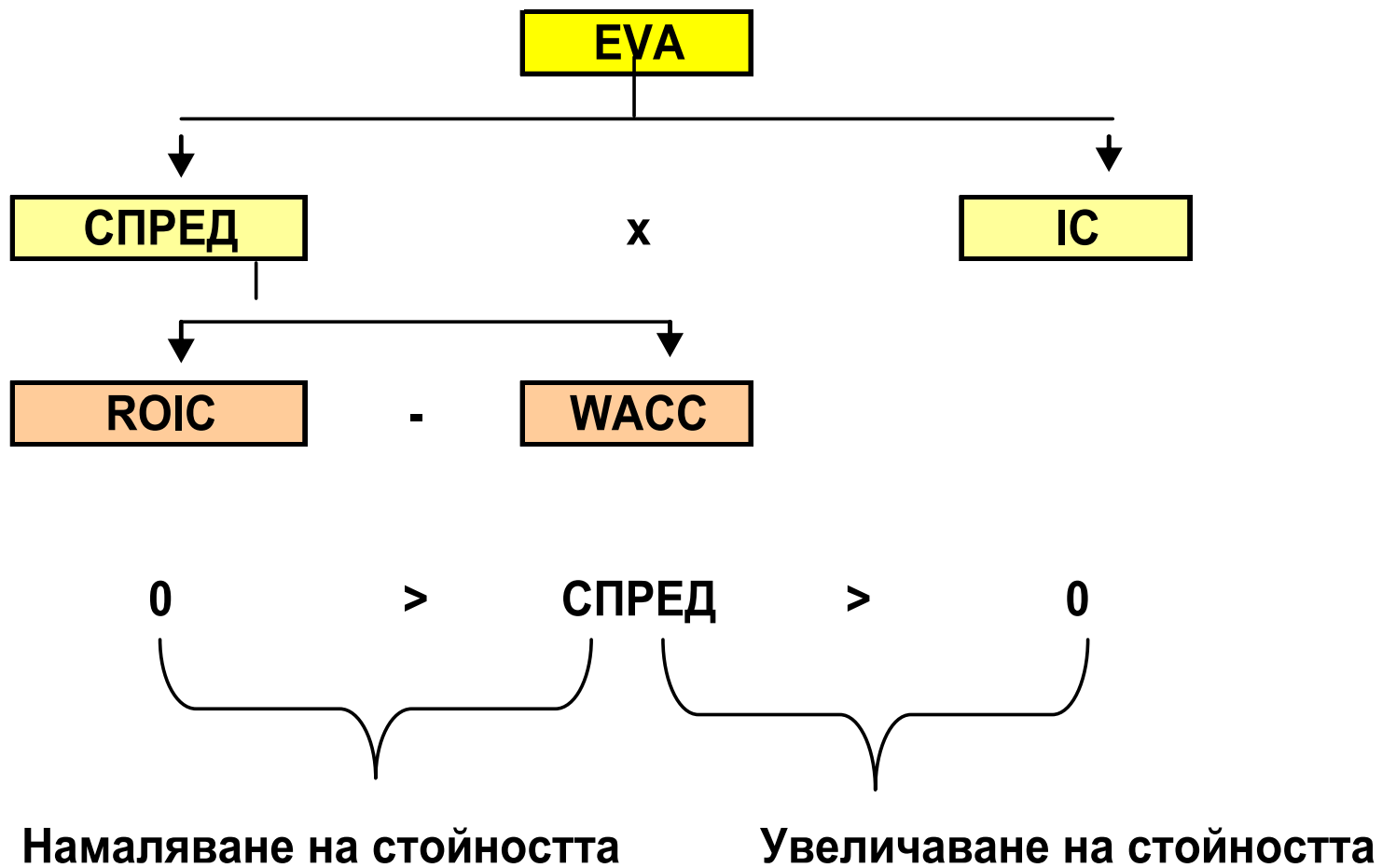
1) $EVA = NOPAT - WACC * I_c$

2) $EVA = (ROIC - WACC) * I_c$

Двете формули характеризират ефективността на стопанската дейност, но от различни гледни точки:

- от позициите на капитала като функция - $NOPAT - WACC * I_c$
- от позициите на капитала като собственост – $(ROIC - WACC) * I_c$

ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)



ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

EVA > 0 - капиталът се използва ефективно, в предприятието е постигнатата възвращаемост, превишаваща търсената от инвеститорите доходност и към инвестицията е добавена стойност.

EVA=0 - резултатите от стопанската дейност покриват оперативните разходи, инвеститорите получават възвращаемост, компенсираща риска им, измерен чрез цената на капитала, но в предприятието не се създава добавена стойност.

EVA < 0 - неефективно използване на капитала и намаляване на стойността на предприятието. Предприятието реализира икономическа загуба, т.е. не създава добавена стойност, рискът на инвеститорите не се компенсира и те губят, тъй като не се осигурява изискуемата от тях възвращаемост на капитала.

ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

Разлика в изчисляването на EVA и на остатъчната оперативна печалба (RI):

В инвестирания капитал (Ic) и в чистата оперативна печалба след данъци (NOPAT) се извършват **КОРЕКЦИИ**, известни под наименованието капиталови еквиваленти (capital equivalents).

Терминът маркира ресурсите, които фактически са част от капитала, но не се признават в качеството на активи поради строгите счетоводни правила. Тези активи, често наричани **„НЕВИДИМ КАПИТАЛ“**, са условие за успех на предприятието, осигурявайки му конкурентно предимство.

ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

“Невидим капитал” или „невидимо богатство” (Weightless Wealth) се формира от активи като:

- бранд,
- компетентност и знания,
- мрежа от връзки,
- производствени навици,
- корпоративна култура,
- технологии и иновации,
- умело ръководство.

Благодарение на този капитал, пазарната стойност на 500 средни компании от списъка на Standard&Poor е шест пъти по-голяма от чистата стойност на активите, фигурираща в балансовите отчети. Или, традиционният счетоводен отчет позволява да се оцени около 15% от реалната стойност на компанията

ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

Корекциите са разделителна линия между RI и EVA

Отсъствието им поставя знак на равенство между **RI** и **EVA**, а наличието им – отдалечава EVA от счетоводния и я приближава до финансовия модел.



ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

Корекции в Ic и в NOPAT:

- Между 150-200
- Съобразени са с американските (US GAAP) и международните (IAS GAAP) стандарти за финансов отчет

Групи корекции:

1. Отсрочени данъци
2. Различни резерви (LIFO резерв, резерв по съмнителни вземания, резерв по обезценяване на материални ценности и
3. Други капиталови еквиваленти (корекциите във връзка с капитализиране разходите за НИР, за създаване на човешкия, организационния и информационния капитал)

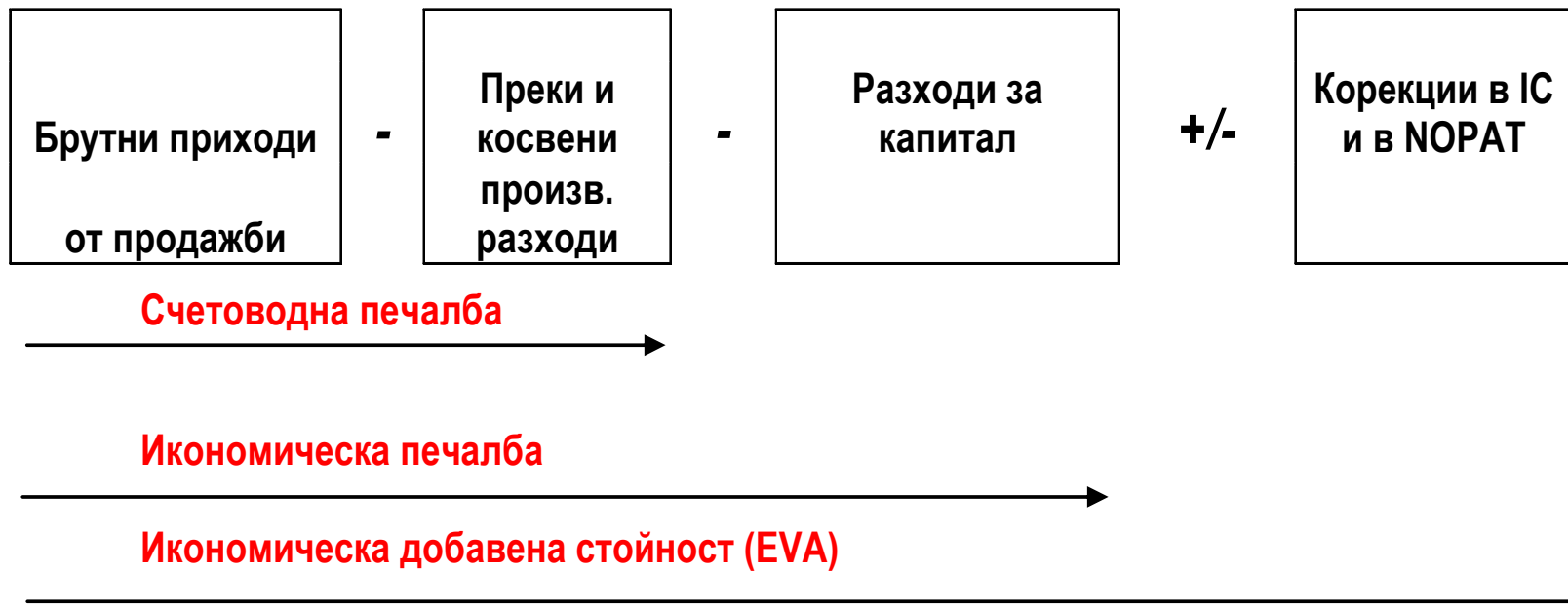
ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (EVA)

Не съществува единно мнение относно използването на корекциите при изчисляване на EVA.

- Някои автори считат, че те са нецелесобразни, тъй като усложняват разчетите и могат да породят проблеми при използване на показателя;
- Други автори са на мнение, че броят им трябва да се запази;
- Преобладава мнението, че корекциите са необходими, но не трябва да бъдат повече от 5-10, да се възприемат от всички заинтересовани лица (акционери, мениджъри, кредитори, финансови анализатори) и информацията за тях да е достъпна и лесна за проследяване.

Корекциите да се извъшват само когато: Сумите са значими; Корекциите имат въздействие върху EVA; Хората могат лесно да ги възприемат; Необходимата информация е лесна за проследяване

EVA И КОРЕКЦИИ



ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ

ПРЕДИМСТВА

- ⇒ Отразява цената на капитала
- ⇒ Отразява поетия риск
- ⇒ Насочена е към бъдещето
- ⇒ Дава възможност за сравнение във времето и между компаниите
- ⇒ Отразява реалните икономически резултати от дейността

НЕДОСТАТЪЦИ

- ⇒ Чувствителност към избран счетоводен метод
- ⇒ Необходимост от много корекции
- ⇒ Част от информацията не е налична
- ⇒ Субективност при определяне цената на капитала

ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ

ПРЕДИМСТВА

Позволява на мениджърите **веднага да определят** дали конкретен проект създава или разрушава стойност.

По-лесно се **осъществява сравнителен анализ на плановите показатели на инвестиционния проект** с фактически постиганите резултати. Докато NPV е основно инструмент за дългосрочно капиталово бюджетиране, то EVA е опит за разделянето му на годишни (дори месечни) части, които се използват за оценка на ефективността на мениджмънта.

Изчисленията при показателя EVA могат да се направят за **всеки период** без да е необходимо допълнително отчитане на минали събития и прогнозиране на бъдещето, само въз основата на данните от счетоводния отчет.

НЕДОСТАТЪЦИ

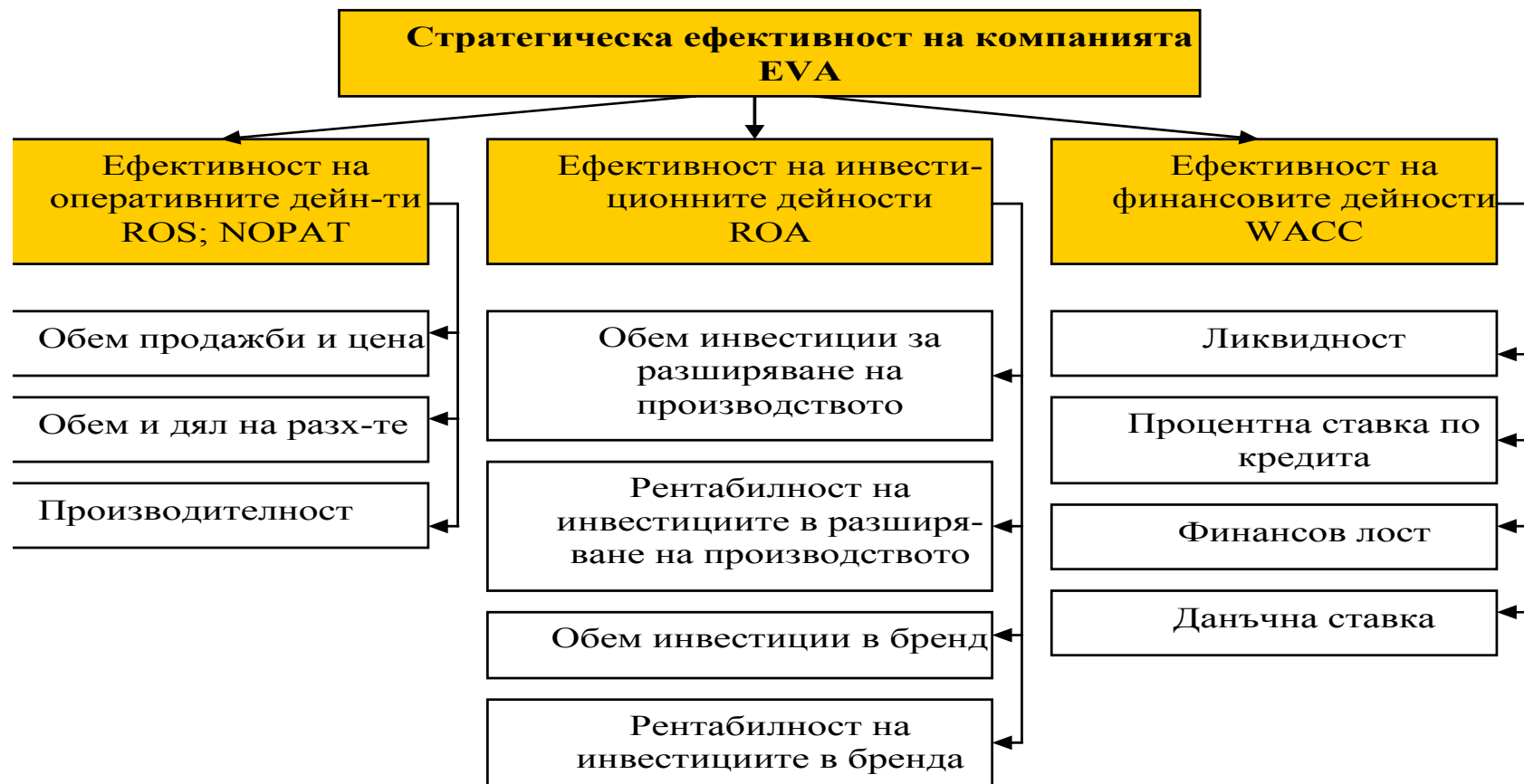
Като измерител на резултатите от дейността за един период, EVA **не дава информация за бъдещето**.

Игнорира паричните потоци и не е добър индикатор за качеството на инвестиции или проекти, които изискват продължителна реализация

Съществено **се влияе от първоначалната оценка на инвестирания капитал** в компанията

При изчисляването ѝ се използват счетоводни данни и поради това **страда от счетоводни аномалии**

EVA КАТО МОДЕЛ ЗА УПРАВЛЕНИЕ



- Фактори на стойността от 1-во ниво
- Фактори на стойността от 2-ро ниво

EVA И MVA

ПОКАЗАТЕЛИ	ИЗЧИСЛЕНИЕ	ХАРАКТЕРИСТИКА И ПРИЛОЖЕНИЕ
EVA – икономическа добавена стойност	$EVA = NOPAT - WACC * I_c, \text{ където:}$ <p>NOPAT – чиста оперативна печалба след данъци; WACC – цена на инвестирувания капитал; I_c – инвестиран капитал, включващ собствения капитал и лихвения дълг</p> <p><i>или</i></p> $EVA = (ROIC - WACC) * I_c, \text{ където:}$ <p>ROIC – рентабилност на инвестирувания капитал</p>	Показателят обвързва счетоводната информация за ефективност на компанията с пазарните методи за оценка на стойността и измерва мащаба на свръхпечалбата. Основните елементите във формулата се основават на данни от счетоводния отчет, които последователно се коригират, за да се отстранят финансови, данъчни и технически отклонения и се включи „невидимия“ капитал. Показателят отчита цената на капитала, в т.ч. и на собствения капитал.
MVA – пазарна добавена стойност	$MVA = \text{Пазарна капитализация} - \text{Балансовата стойност на собствения капитал}$ <p><i>или</i></p> $MVA = \text{Пазарна капитализация} + \text{пазарна стойност на лихвения дълг} - \text{Балансовата стойност на инвестирувания капитал}$ <p><i>или</i></p> $MVA = \text{Текущата стойност на бъдещи EVA}$	Показателят показва в абсолютна стойност приръста на богатството на акционерите или стойността на компанията. Той акцентира върху пазарната оценка, която фондовата борса дава на компанията, а това е оценка на всички минали, текущи и бъдещи парични потоци на компанията.

Алтернативни подходи за увеличаване на стойността

Максимизирането на променливите стойности е свързано със стойността на фирмата. Променливите стойности биха могли да бъдат няколко:

1. счетоводна променлива стойност - например, **приходи или възвращаемост на инвестициите**
2. пазарна променлива стойност - например, **пазарен дял**
3. променлива стойност на паричния поток, т.е. възвращаемост на инвестицията като паричен поток (CFROI)
4. преизчислена с риска променлива стойност на паричния поток, каквато е Икономическата добавена стойност (EVA)

Преимствата от използването на тези променливи стойности са, че те често се използват по-просто и по-лесно от стойността на DCF.

Недостатъкът е, че простотата идва от цената; тези променливи стойности не могат да се поставят в точно съотношение със стойността на DCF.

Economic Value Added (EVA) и CFROI

Икономическата печалба (EVA) е измерител на принадлежната стойност, създадена от една инвестиция.

Да се дефинира възвращаемостта на капитала (ROC) като “действителна” възвращаемост в паричен поток на спечеления капитал от една инвестиция.

Да се дефинира цената на капитала като средно аритметично от разходите на капитал при различните финансови инструменти, използвани за финансиране на инвестицията.

$$EVA = (\text{Възвращаемост на капитала} - \text{Разход на капитала}) \times (\text{Капитал инвестиран в проекта})$$

CFROI е измерител на възвращаемостта на капитала в паричен поток

$$CFROI = (\text{преизчислената EBIT} (1-t) + \text{Амортизациите \& други не парични задължения}) / \text{Инвестирания капитал}$$

Сравнителен анализ на показателите ROIC, EVA, MVA

Показатели	Предимства	Недостатъци
Рентабилност на инвестиция капитал (ROIC)	Отчита целия инвестиран капитал	Относителен показател. Не позволява в абсолютна стойност да се определи величината на създадената стойност.
Икономическа добавена стойност (EVA)	Разбираем за мениджърите. Може да бъде използван за стимулиране на персонала. Приложим за междуфирмени сравнения. Отчита разходите за капитал - собствен и привлечен. Прави разлика между инвестиция и разходите за нея.	Използването му предполага редица корекции. Игнорира паричните потоци. Невъзможно е директно да бъде взет от финансовата отчетност.
Спред (ROIC-WACC)	Използва само икономическата стойност на акционерния капитал (без да отчита лихвите по дълга), тъй като използва NOPAT	Игнорира измененията в структурата на капитала. Не позволява в абсолютни измерители да се дефинира обема на създадената стойност.
Пазарна добавена стойност (MVA)	Акцентира върху пазарната капитализация на компанията. В абсолютна стойност характеризира приръста на пазарната стойност на компанията над инвестиция капитал. Може да бъде изчислен както спрямо целия инвестиран капитал, така и само спрямо собствения капитал..	Неудобен за интерпретация, поради което се налага допълването му с показателя "Стандартизирана MVA". Предполага редица корекции, аналогично на корекциите при показателя EVA.

ПАЗАРНА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ MVA

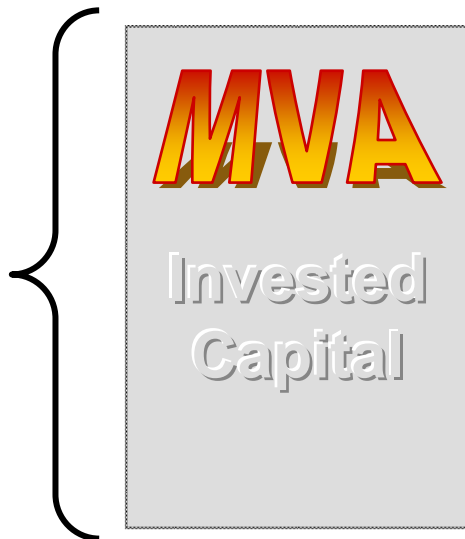
MVA е икономическата добавена стойност (EVA), приведена към момента на оценката чрез нормата на дисконтиране

- 1) MVA = Пазарна стойност на компанията – Ic по балансова стойност (след корекции, аналогични на тези при EVA) = Пазарна капитализация + пазарна стойност на дълга – Ic по балансова стойност (след корекции, аналогични на тези при EVA)**
- 2) MVA = Пазарна капитализация – Собствения капитал по балансова стойност**

Илюстрира доколко успешно компанията е инвестирала капитал в миналото и отразява мнението на инвеститорите доколко успешна ще бъде тя в бъдеще.

ПАЗАРНА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ (MVA)

Пазарна
стойност



**ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ = НАСТОЯЩА СТОЙНОСТ НА БЪДЕЩИ EVA +
ИНВЕСТИРАН КАПИТАЛ ПО БАЛАНС**

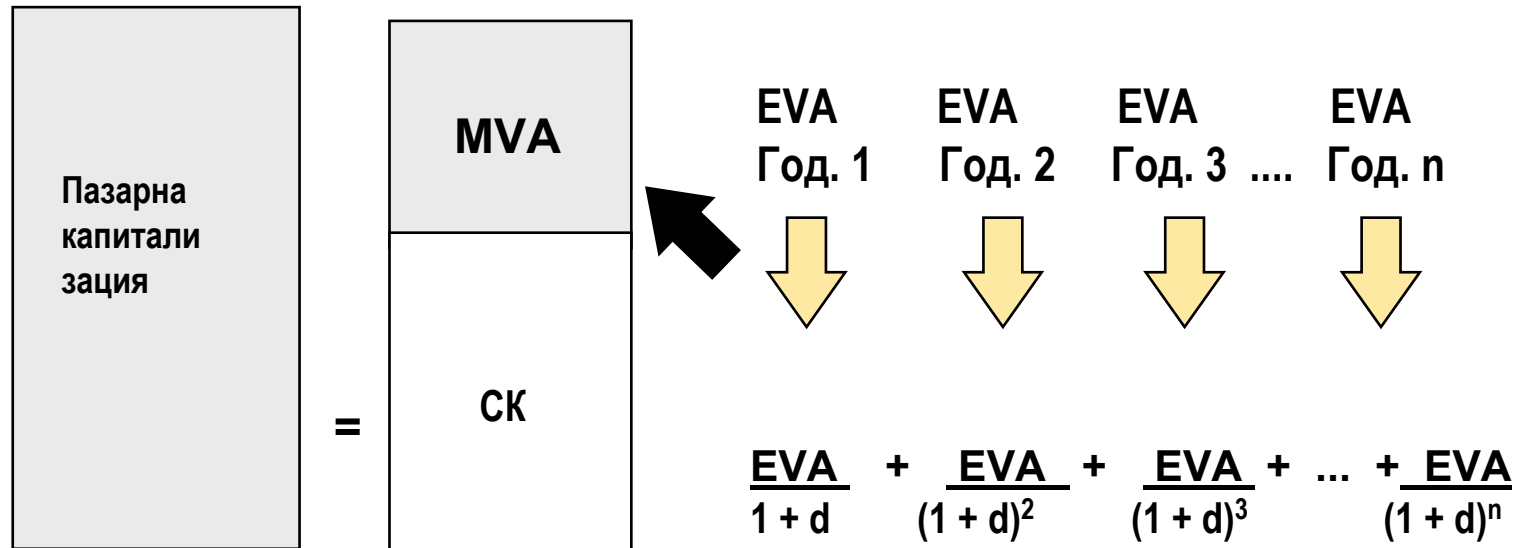
Пазарна капитали зация	MVA
	Балансова стойност на Собствения капитал



**MVA = Настояща
стойност на всички
бъдещи EVA**

**ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ = MVA + БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ
НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ**

Взаимовръзка между EVA и MVA



Взаимовръзка между EVA и MVA

$$MVA = f(EVA)$$

M
A
R
K
E
T

V
A
L
U
E

M
V
A

C
A
P
I
T
A
L

$$\frac{EVA_1}{(1+c)} + \frac{EVA_2}{(1+c)^2} + \dots$$

Взаимовръзка между EVA и MVA

Докато MVA измерва ефективността на действията на мениджмънта от самото на начало на създаването на компанията, EVA се фокусира върху ефективността на действията на мениджмънта в определена година.

Ако компанията има в миналото си отрицателна EVA, тогава е възможно нейната MVA също да е отрицателна. Обратното също е в сила – ако компанията в миналото е имала положителна EVA.

Компания с отрицателна EVA в миналото би могла да има положителна MVA при условие, че инвеститорите очакват обрат в бъдещото ѝ развитие.

Когато EVA и MVA се използват, за да се стимулира материално мениджмънта, обикновено EVA е индикаторът, който се използва. MVA се прилага при оценката на висши корпоративни служители за период от 5-10 години.

- **CVA** (Cash Value Added) – Парична добавена стойност
- **SVA** (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност
- **CFROI** (Cash Flow Return on Investment) – Парична рентабилност на инвестициите

CVA

Моделът CVA е разработен през 1996 г. от шведските финансови консултанти Е. Отсон и Ф.Вайсенридер. Понастоящем CVA е регистрирана търговска марка на консултантската компания *Anelda*.

CVA изразява остатъчните парични потоци, генерирани от инвестициите в компанията. Поради това често се определя като **остатъчен паричен поток (Residual Cash Flow – RCF)**.

Две версии на изчисляване на CVA:

- Версията на Boston Consulting Group (BCG)
- Версията на компанията Frederik Weissenrieder Consulting

CVA

Идеята на CVA - от чистия паричен поток следва да се приспаднат разходите, свързани със стойността на капитала.

CVA използва 5 ключови променливи:

- Инвестиции
- Оперативен паричен поток
- Икономически живот на инвестициите
- Разходи за капитал
- Изискуем паричен поток

Инвестиции в CVA

СТРАТЕГИЧЕСКИ И НЕСТРАТЕГИЧЕСКИ ИНВЕСТИЦИИ:

- Стратегическите инвестиции създават стойност (*напр. инвестиции в конкурентни предимства: в нов продукт, в нова технология, в разширяване и реструктуриране на производството*)

За различните отрасли те са различни. Дефинирането им е функция на висшия мениджмънт на основата на икономическа, а не на счетоводна оценка.

- Нестратегически инвестиции (*напр. Инвестиции, поддържащи стойност, създадена преди това от стратегическите инвестиции – типичен пример, инвестиции в оборотен капитал*)

Инвестиции в CVA

Към стратегическите инвестиции могат да се отнасят парични потоци, които по счетоводните правила са разходи.

Например:

- Инвестиции в рекламна кампания, в бранд
- Научни изследвания и разработки,
- Създаване на нови продукти,
- Инвестиции в ИТ-проекти,
- Внедряване на нови системи за управление,

ОПЕРАТИВЕН ПАРИЧЕН ПОТОК

Моделът CVA е опростен и включва само парични елементи, т.е.:

- Нетен доход преди амортизация, лихви и данъци (ЕБИТДА),
- Изменението на оборотния капитал
- Нестратегически инвестиции.

При изчисляване на CVA не е достатъчно да се вземе директно паричния поток от оперативна дейност. За целите на показателя паричния поток търпи някои корекции, за да се определи частта от паричния поток, която действително принадлежи на акционерите.

ОПЕРАТИВЕН ПАРИЧЕН ПОТОК

Схема на изчисляване на оперативния паричен поток:

+ Приходи от продажби

- Разходи за дейността (без амортизации)

= *Доход преди амортизации, лихви и данъци (EBITDA)*

+/- Изменение в оборотния капитал

- Нестратегически (поддържащи) инвестиции

= ***Оперативен паричен поток (OCF)***

Оперативният паричен поток е потокът, при който NPV of Strategic Investment = 0.

ИКОНОМИЧЕСКИ ЖИВОТ НА ИНВЕСТИЦИТЕ

Планиран (очакван) **период в години**, в който стратегическите инвестиции могат да създават оперативен паричен поток.

Или, това е планирания (очаквания) живот на обекта на инвестициите. С помощта на този срок се изчислява икономическата амортизация на инвестицията.

Счетоводна амортизация – Икономическа амортизация

ИКОНОМИЧЕСКИ ЖИВОТ НА ИНВЕСТИЦИТЕ

Счетоводна амортизация – форма на разпределение на стойността на дълготрайните активи, придобити в предходни периоди чрез намаляване на печалбата, получавана в следващи отчетни периоди без отчитане на възможностите за реинвестиране на амортизационните отчисления.

Икономическа амортизация – форма на разпределение на стойността, но с отчитане на възможностите за реинвестиране на амортизационните отчисления.

Чрез икономическата амортизация се изчисляват минималните изискуеми парични потоци (анюитети) за възстановяване на стратегическите инвестиции, които в съвкупността си формират **изискуемия опертивен паричен поток – OCFD (Operating Cash Flow Demand)**

Изискуем оперативен паричен поток (OCFD)

По своята природа OCFD е:

- съпоставим с амортизацията, но обект на амортизация в случая се явяват не конкретни активи, а съвкупната стратегическа инвестиция;
- периодична компенсация на стратегическите инвестиции, осъществявана през целия им живот;
- еквивалент на амортизационните плащания, чрез които се възстановяват стратегическите инвестиции.

NB!!!! Тази амортизация трябва да се изчисли по финансови, а не по счетоводни правила!

OCFD изпълнява ролята на праг, който отделя икономически доходните инвестиции от недоходните. Всяка стратегическа инвестиция трябва да генерира паричен поток (OCF), превишаващ този праг (OCFD)

Изискуем оперативен паричен поток (OCFD)

Икономическата амортизация (ED) в случая се определя като равномерен ежегоден поток на годишни отчисления, които инвестирани в алтернативни направления ще възстановят в края на икономическия живот стратегическите активи в първоначалната им стойност.

$$ED_j = \frac{GFA_j \cdot WACC}{(1 + WACC)^n - 1},$$

GFA_j – дълготрайни амортизируеми активи по първоначална стойност в годината **j**

n – срок на полезно използване на дълготрайните амортизируеми активи

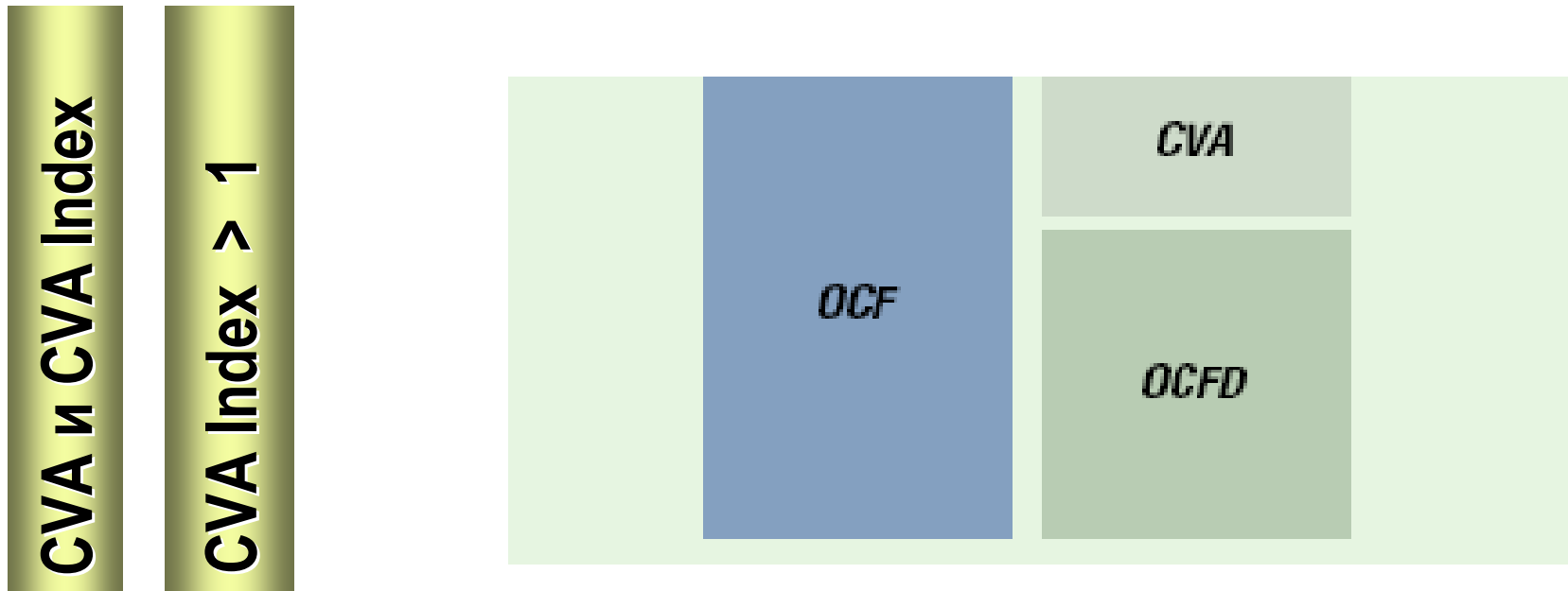
$$ED = OCFD$$

Изчисляване на CVA

Оперативен паричен поток (OCF)

- Изискуем (Необходим) паричен поток (OCFD)

= **Cash Value Added (CVA)**



Изчисляване на CVA

CVA индекс

= Оперативен паричен поток/Изискуем паричен поток

= *OCF/OCFD*

$$\text{CVA Index} = \frac{\text{Operating Cash Flow (OCF)}}{\text{Operating Cash Flow Demand (OCFD)}}$$

CVA индекс е аналог на показателя CVA, но представен като коефициент

CVA индекс > 1 показва, че в разглеждания период стратегическите инвестиции са създали оперативен паричен поток (*OCF*), който е достатъчен за покриване на разходите по реализирането им (*OCFD*)

CVA и EVA

Общото:

- И двата показателя характеризират създаването на стойност в компанията
- Изискват минимални разходи за обучение на персонала
- Приложими при публични и непублични компании; в компанията като цяло и в нейните подразделения

Различното:



EVA

Разчетите в модела стартират
от счетоводния отчет, в
който се внасят корекции
Работи с NOPAT

CVA

Моделът не изисква сложни
счетоводни корекции
Работи с CF и парични
елементи

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

Показателят «акционерна» добавена стойност или SVA е търговска марка на компанията L.E.K. Consulting и се използва при оценка и управление на стойността.

L.E.K. Consulting е основана от Алфред Рапапорт – професор в Келогската школа по мениджмънт в Северозападния университет в САЩ (Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University).

A. Рапапорт предлага показателя SVA през 1986 г. в своята монография **«Създаване на акционерна стойност — ръководство за мениджъри и инвеститори»**

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

SVA се основава на предположението, че създаването на добавена стойност за акционерите се извършва в този момент, когато рентабилността на новите инвестиции на компанията превъзхожда среднопретеглената цена, т.е. $ROIC > WACC$

В SVA Рапорт поставя акцент върху точното определяне на периода на конкурентните предимства на компанията, които не могат да бъдат безкрайни. Те осигуряват повишаване на рентабилността на капитала, което изостря конкуренцията и в резултат на това рентабилността на капитала постепенно намалява.

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

Същност

SVA представлява капитализирано изменение на текущата стойност на оперативния паричен поток, намалено с текущата стойност на инвестициите в дълготрайни активи и в оборотен капитал, предизвикали това изменение.

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

Фактори, от които зависи (според Рапапорт)

- Темп на нарастване на приходите от продажби
- Печалба от оперативно дейност
- Приръст на инвестициите в основен капитал
- Приръст на инвестициите в оборотен капитал
- Данъчна ставка
- Цена на капитала.

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

Основни предпоставки за изчисляване на показателя:

- ❑ Прогнозен период, ограничен от периода на конкурентните предимства на компанията (5-6 години)
- ❑ Стойността, добавена от новите инвестиции, се отчита в година, в която инвестициите са направени
- ❑ Първоначалния инвестиран капитал в разчетите се фиксира по пазарна оценка
- ❑ Размерът на амортизациите е равен на величината на текущите (нестратегически) капитални вложения, свързани с поддържане на съществуващите основни фондове.

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

Стойност на компанията (Corporate Value) =

Пазарна стойност на инвестиция капитал в началото на периода

+

Натрупаната през прогнозния период SVA

Начини за изчисляване на SVA

1. SVA = Изменението на стойността на инвестиция капитал,
където

Стойност на инвестиция капитал =

= Текуща стойност (PV) на паричния поток

+ Текуща стойност (PV) на капитализираната NOPAT

SVA (Shareholder Value Added) – Акционерна добавена стойност

**2. SVA = Текуща стойност (PV) на капитализираната NOPAT -
Текуща стойност (PV) на стратегическите инвестиции,
където:**

Текуща стойност (PV) на стратегическите инвестиции =
= Текуща стойност (PV) на изменението на инвестирания
капитал

CFROI (Cash Flow Return on Investment) – Парична рентабилност на инвестициите

CFROI – това е вътрешна норма на доходност по съществуващите инвестиции, базирана на реалните парични потоци. За да се съди за качеството на тези инвестиции те трябва да се сравняват с реалната стойност на капитала.

Смисълът на *CFROI* – той е вътрешна норма на дохода, създаваща равенството

$$PV (GCF+ SV) = GI$$

където:

PV – настояща (текуща) стойност

GCF – брутен паричен поток

SV – ликвидационна стойност, разглеждана като терминална стойност

GI – брутни парични инвестиции

CFROI (Cash Flow Return on Investment) – Парична рентабилност на инвестициите

CFROI се използва за :

потвърждаване на добавянето (или намаляването/разрушаването) на стойност, доказано чрез EVA и MVA

изчисляване на CVA

$$\text{CVA} = (\text{CFROI} - \text{WACC}) * I_c$$

сравнения с цената на капитала (**CFROI** и **WACC**). Когато CFROI е по-висока от цената на капитала, това е знак за фирмата, че използва активите си ефективно и добавя стойност.

CFROI (Cash Flow Return on Investment) – Парична рентабилност на инвестициите

Основна формула:

**CFROI = (Брутен паричен поток – Икономическа амортизация) /
Брутните парични инвестиции**

**Икономическа амортизация = (Брутните парични инвестиции -
Неамортизираните активи) * Цената на капитала / [(1+цената
на капитала)ⁿ – 1]**

Обобщена таблица на характеристиките на CVA, SVA, CFROI

ПОКАЗАТЕЛИ	ХАРАКТЕРИСТИКА И ПРИЛОЖЕНИЕ
SVA - акционерна добавена стойност	Показателят 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 намалена стойност. В явен вид отчита разходите за капитал - собствен и привлечен. Целта на финансовото управление е максимизиране на SVA.
CVA - парична добавена стойност	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. Изчислява се като разлика между паричните потоци от оперативна и от стратегическа дейност. Целта на финансовото управление е максимизиране на CVA.
CFROI - парична рентабилност на инвестициите (на основата на паричния поток)	Показателят представлява реалната вътрешна норма на доходност, получена от фирмените инвестиции. Използва се 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 (разрушила) стойност (CFROI < WACC). Отчита реално инвестираните парични средства в компанията.

ЛЕКЦИЯ 5. ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В НОВАТА УПРАВЛЕНСКА КОНЦЕПЦИЯ



С *VBM*-показателите се измерва добавената или намалена стойност в компанията. В света на корпоративните финанси се водят дискусии относно избора на адекватен модел за конструиране на тези показатели, които да се прилагат на всички управленски равнища в организацията и да стимулират нарастването на стойността ѝ, респективно – на богатството на акционерите.

В процеса на тези дискусии са създадени разнообразни модели и аналитични подходи, които въпреки значителното им многообразие, могат да се класифицират в две групи, всяка от които със своя детерминанта:

Модели и подходи на основата на икономическата добавена стойност

Модели и подходи на основата на свободния паричен поток

Привърженици на паричните потоци са представители на академичната общност и управленското консултиране - А.Рапапорт, Т.Коплан, Дж.Мурин, Т.Колер, А.Блек, Ф.Райт, Д.Бекъм, Д.Девис, А.Дамодаран, Б. Маден, Т.Левис, Д.Мартин, Дж. В.Пети.

Обединени от девиза „**паричният поток е факт, а печалбата – мнение**”, те разглеждат дисконтираните парични потоци като инструмент, оценяващ достоверно стойността на компанията, тъй като отчита изменението на парите във времето и многообразието на риска – фактори, които инвеститорите особено много ценят.

Сравнителен анализ на моделите на основата на паричния поток и добавената стойност

Сравнението на двете групи модели за оценка на резултатите от стопанската дейност в рамките на концепцията VBM, показва:

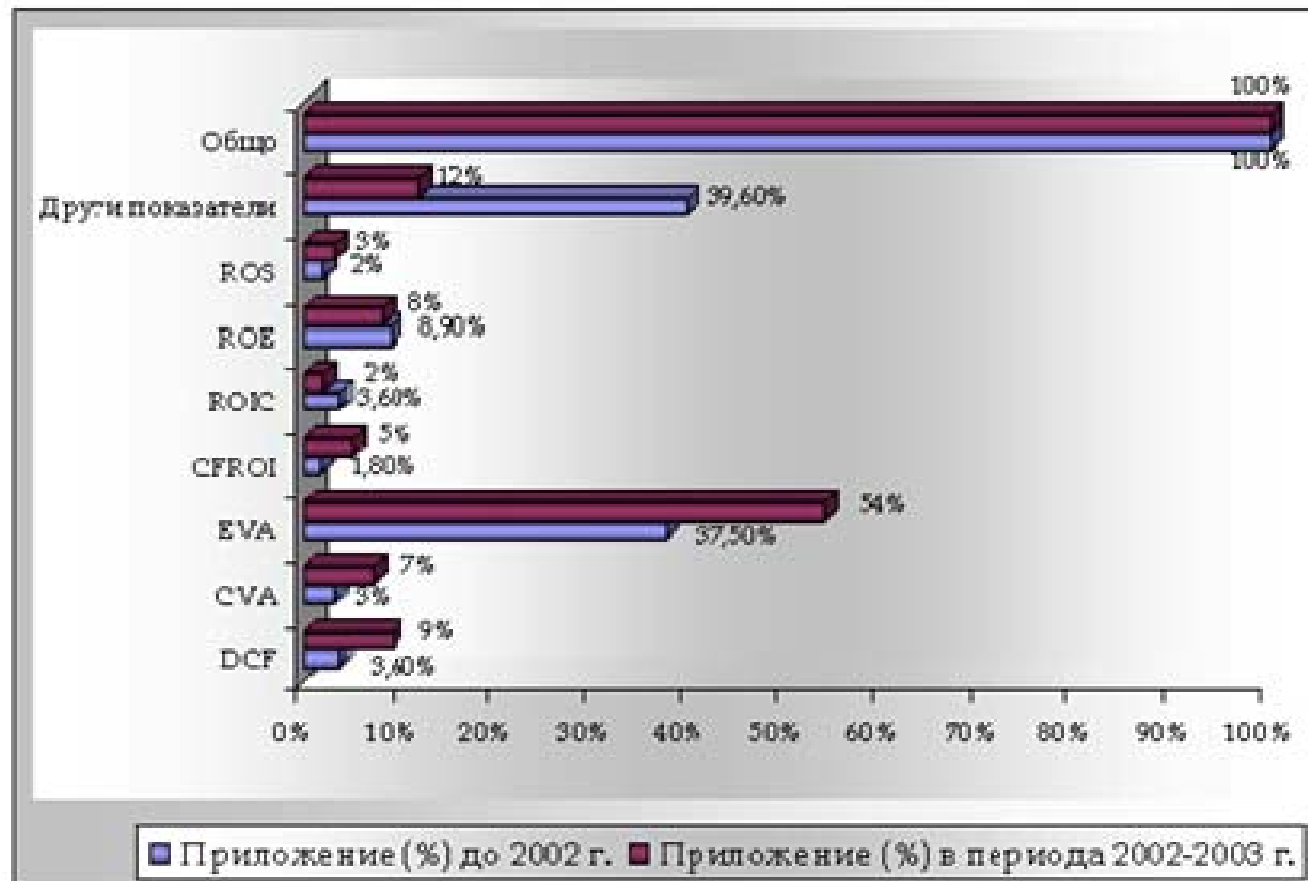
Първо, всички показатели, с изключение на CFROI, измерват добавената или загубената стойност (богатството) в абсолютни числа, поради което са много по-разбираеми и приемливи за мениджърите и собствениците (акционерите).

Второ, приложението на тези показатели изисква компанията да се ориентира към икономическата, вместо към традиционната счетоводна печалба, т.е. към финансовия, вместо към счетоводния, подход за анализ и оценка на компанията.

Трето, основните различия между двете групи модели са заложиени в изходните предпоставки и техниката за оценка на резултата от стопанската дейност.

Приложение на основни стойностни показатели

Източник: KPMG Shareholder Value Studie 2003



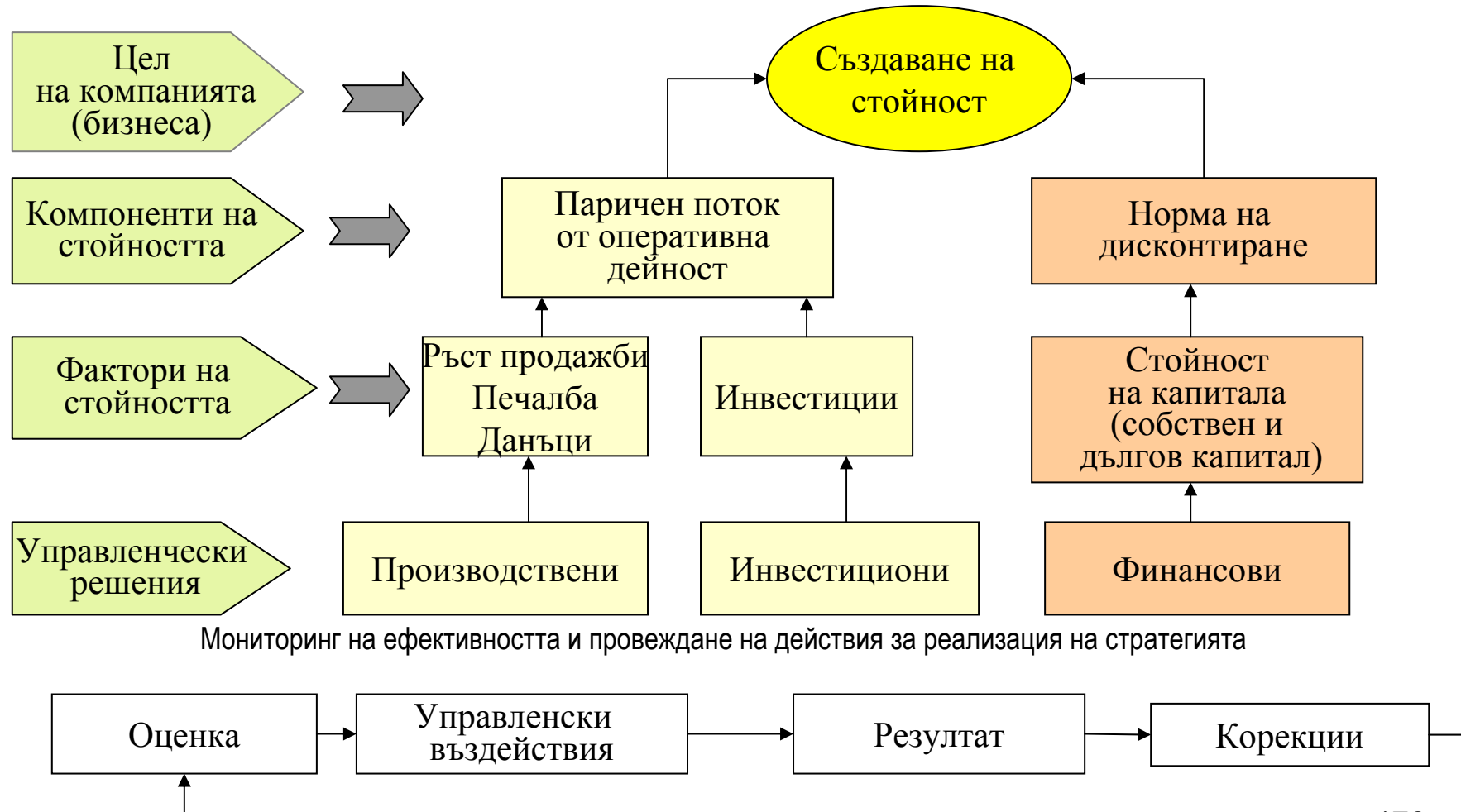
Сравнителен анализ на подходите за оценка на резултата от стопанската дейност в концепцията VBM

Критерии за сравнение на моделите за оценка на резултата от стопанската дейност	Модел на основата на икономическата печалба	Модел на основата на дисконтираните парични потоци
Изходна информация за разчетите	Счетоводен отчет, пазарна информация	Стратегически бизнес план, парични потоци
Прогнозиране на парични потоци	Прогнозира се само паричният поток на икономическата печалба, добавящ стойност. Периодът се разделя на прогнозен и след прогнозен	Прогнозират се всички парични потоци за продължителен период от време, разделен на прогнозен и след прогнозен
Видове дисконтирани парични потоци	Използва се паричен поток на бъдещите EVA	Използва се свободен паричен поток на акционерите (FCFE), свободен паричен поток на фирмата (FCFF); Свободен капиталов паричен поток (FCCF) за акционерите и кредиторите
Възможност на показателите за осъществяване на текущ мониторинг	Подходящи за осъществяването на ежегоден мониторинг	Не позволяват осъществяване на ежегоден мониторинг, дават оценка към определен текущ момент от време

Сравнителен анализ на подходите за оценка на резултата от стопанската дейност в концепцията VBM

Критерии за сравнение на моделите за оценка на резултата от стопанската дейност	Модел на основата на икономическата печалба	Модел на основата на дисконтираните парични потоци
Отчитане стойността на активите, придобити в предходни отчетни периоди	Отчитат стойността на всички или само на чистите активи	Ориентирани към бъдещето и не вземат предвид стойността на активите от предходни отчетни периоди
Възможност за прилагане като инструмент за материално поощрение на персонала	Изравняват интересите на мениджъри и акционери	Неподходящи
Възможности за провеждане на сравнения с други компании	Чрез спреда (ROIC – WACC)	Ограничени; изключение спреда (CFROI – WACC)
Показател за печалба, участващ в разчетните формули	NOPAT след корекции в счетоводните данни	ЕБИТ
Цена на капитала	WACC за инвестиран капитал; CAPM – за собствен капитал	WACC за инвестиран капитал; CAPM – за собствен капитал
Показател за свръхпечалба	EVA, икономическа печалба (EP)	CFROI

Място на дисконтираните парични потоци в VBM-концепцията



Модели и подходи на основата на свободния паричен ПОТОК

Според тази група модели пазарна стойност на компанията представлява сумата от дисконтираните към настоящия момент, разумно очаквани бъдещи доходи, за един практически неограничен срок. Тези доходи са действителни, т.е. инвеститора наистина ще ги получи, ако се сбъдне прогнозата, на основата, на която те са определени.

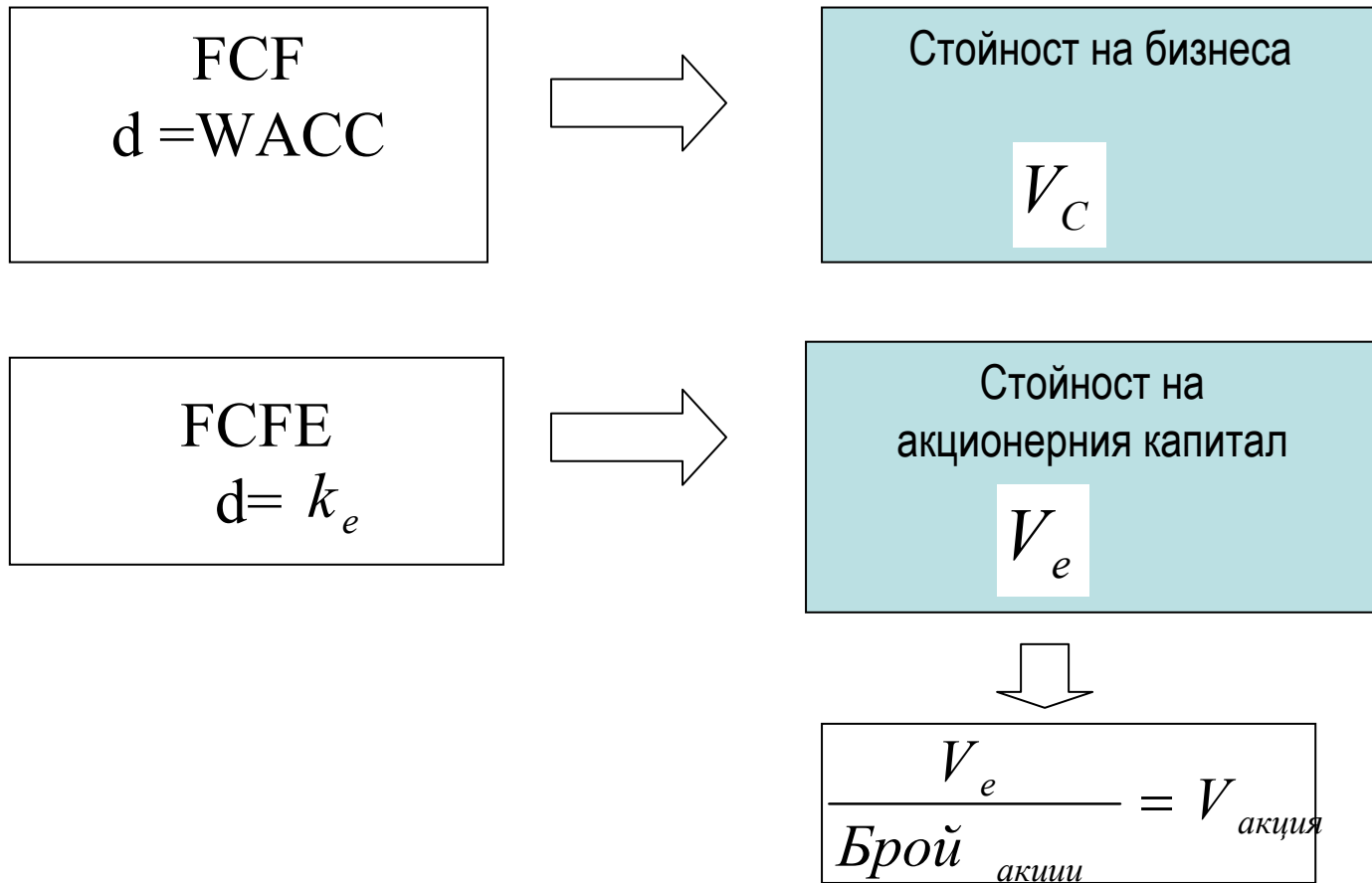
Методът на дисконтираните парични потоци се използва в практиката най-често в следните варианти:

- Свободен паричен поток за собствен капитал - FCFE
- Свободен паричен поток на фирмата (Собствен капитал + лихвоносен дълг) – FCFF
- Дисконтиране на дивидентите – DDM

При този метод се препоръчва активите на предприятието да се разделят на оперативни и неоперативни. Неоперативните се оценяват отделно, например по МЧСА и получената стойност се добавя към оценката на оперативните активи, получени по Метода на дисконтираните парични потоци.

ПОКАЗАТЕЛИ	ИЗЧИСЛЯВАНЕ	ХАРАКТЕРИСТИКА И ПРИЛОЖЕНИЕ
FCFF – свободен паричен поток за фирмата	<p>FCFF = EBIT* (1-T) – Чисти инвестиции – Δ Оборотен капитал, <i>където:</i></p> <p>Чисти инвестиции = Капитални вложения – амортизация,</p> <p>Δ Оборотен капитал – изменението на оборотния капитал</p> <p>T – данъчна ставка</p>	<p>Паричен поток, достъпен за всички инвеститори (собственици/акционери, кредитори). Оценката на компанията в случая (PV) е</p> <p>PV = FCFF_t / (1+ WACC)^t, <i>където:</i></p> <p>WACC е цена на инвестирания капитал</p>
FCFE – свободен паричен поток за акционерите	<p>FCFE = NI – Чисти инвестиции – $-\Delta$ Оборотен капитал \pm Изменението на лихвения дълг, <i>където:</i></p> <p>NI е чиста печалба</p>	<p>Паричен поток, достъпен за собственици/акционери, който може безболезнено да бъде изведен от бизнеса. Оценката на компанията с този поток (PS) е:</p> <p>PS = PV – D, <i>където:</i></p> <p>D е пазарна оценка на лихвения дълг, или</p> <p>PS = FCFE_t / (1+ k)^t, <i>където:</i></p> <p>k е цена на собствения капитал</p>
FCCF – свободен капиталов паричен поток	<p>FCCF = EBIT – Чисти инвестиции – $-\Delta$ Оборотен капитал – Актуални данъци, <i>където:</i></p> <p>Актуални данъци = T x (EBIT – Лихвите), за разлика от FCFF, където данъците са хипотетични, тъй като от оперативната печалба не се приспадат лихвите по дълга</p>	<p>Паричен поток за собственици/акционери и кредитори. Оценката на компанията, в случая (PV), е аналогична на оценката с помощта на FCFF, т.е.</p> <p>PV = FCCF_t / (1+ WACC)^t</p>

Връзка между видовете свободни парични потоци, нормата на дисконтиране и задачите на оценката



ПРОГНОЗЕН И СЛЕДПРОГНОЗЕН ПЕРИОД В ПАРИЧНИЯ ПОТОК

ПРОГНОЗЕН ПЕРИОД

Прогнозирането на паричните потоци се извършва за периода 3-7 години. Тъй като рискът от отклонение на прогнозата е голям, се съставя “ветрило” от прогнози – **ПЕСИМИСТИЧНА, ОПТИМИСТИЧНА И НАЙ-ВЕРОЯТНА.** На всяка прогноза се дава тежест и се определя среднопретегления паричен поток.

Прогнозният период се отбелязва с $i = 1, 2, 3, \dots, n$. Стойността на предприятието през прогнозния период се нарича **ПРОГНОЗНА СТОЙНОСТ.**

СЛЕДПРОГНОЗЕН ПЕРИОД

Предприятието продължава да функционира и в следпрогнозния период. В зависимост от перспективите, в този период са възможни различни варианти на развитие – от стабилен ръст до банкрут. Периодът се отбелязва с $n+1, \dots, \infty$.

Стойността на предприятието през следпрогнозния период се нарича **СЛЕДПРОГНОЗНА (ТЕРМИНАЛНА, ОСТАТЪЧНА) СТОЙНОСТ.**

Причини за разделяне на стойността на две части –

ПРОГНОЗНА И СЛЕДПРОГНОЗНА:

- 1) За повечето предприятия, периодът през който разумно могат да прогнозират продажбите си и свързаните с тях доходи са 5-7 години. След това състоянието на икономиката, технологиите и конкуренцията стават неопределени.
- 2) Въвеждането на следпрогнозната стойност облекчава процеса на дефиниране (изчисляване) на стойността в един много по-дълъг период.

СЛЕДПРОГНОЗНАТА СТОЙНОСТ има много по-голям относителен дял в съвкупната стойност на предприятието. Причината е, че през прогнозния период паричният поток се намалява с разходите за оборотни средства и с капитални вложения, които трябва да породят по-голям паричен поток в следващите години.

Отрасъл	Дял на CF в прогнозния период (в %)	Дял на CF в следпрогнозния период (в %)
1	2	3
Фармация	11	89
Компютърни мрежи	13	87
Издателска дейност	14	86
Програмно осигуряване	16	84
Комунални услуги	25	75
Тютюнева промишленост	44	56
Спортни стоки	19	81
Високи технологии	-25	125

ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Брутен паричен поток, представляващ сумата на чистата (нетната) печалба и амортизациите – GCF

◆ $GCF = \text{Печалба} + \text{Амортизация}$

Този поток е резултат от оперативната дейност на предприятието

Паричен поток на собствения капитал или наричан още свободен паричен поток на акционерите (собствениците) – FCFE.

◆ $FCFE = \text{Печалба} + \text{Амортизации} - \text{Изменението на оборотния капитал} (\Delta OK) - \text{Капиталови разходи} - \text{Намалението на главницата по дълга} + \text{Увеличението на главницата по дълга}$

ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Паричен поток на инвестиран капитал (собствен и привлечен), наричан още свободен паричен поток на инвестирания във фирмата капитал - **FCFF**

- ◆ $FCFF = \text{Печалба преди лихви и данъци (EBIT)} - \text{Данъци} = \text{Печалба след данъци преди лихви} + \text{Амортизация} - \text{Изменението на оборотния капитал} - \text{Капиталовите разходи}$

$$FCFF = \underbrace{EBIT (1 - \text{Данъци})}_{\text{НОРАТ}} + \text{Амортизация} - \text{КВ} - \Delta \text{ОК}$$

Паричният поток може да бъде **РЕАЛЕН** или **НОМИНАЛЕН**. В първия случай цените са коригирани с инфлацията, във втория случай цените са текущи.

ИНСТРУМЕНТИ НА МЕТОДА

Доход

Видове доход за един период, капитализиран в оценката:

- Печалба преди амортизация, лихви и данъци
- Брутна печалба (преди лихви и данъци)
- Печалба преди лихви, след данъци (ЕВІТ)
- Нетна печалба
- Икономическа печалба/икономическа добавена стойност (ЕVА)
- Дивидент (за оценка на неконтролни пакети от акции)
- Паричен поток (CF)

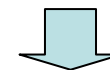
Основни подходи за определяне на дохода за един период:

- Доход за последния отчетен период (по счетоводни данни)
- Усреднено значение на дохода за няколко отчетни периода
- Доходът за първата година след отчетния период, получен по метода на екстраполацията

Основна формула

$PV = \sum_{i=1}^{\infty} CF_i / (1+d)^i = \sum_{i=1}^n CF_n / (1+d)^n$ <p style="text-align: center;">↓ прогнозна стойност</p>	+	$CF_{n+1} / (d-g) * 1 / (1+d)^n$ <p style="text-align: center;">↓ следпрогнозна стойност</p>
$\underline{i = 1, 2, 3, \dots, n,}$ <p style="text-align: center;">↓ <i>прогнозен период</i></p>		$\underline{n+1, \dots, \infty.}$ <p style="text-align: center;">↓ <i>следпрогнозен период</i></p>
<p>Най-важните параметри при определяне на прогнозната стойност са:</p> <p>PV – сегашна стойност (present value)</p> <p>CF_i – чист паричен поток (ЧПП) за i-тия период</p> <p>d – коефициент на дисконтиране (КД)</p> <p>g – ръст на дохода</p> <p>i – интервали от време в бъдеще, отчитани от датата на оценката; i = 1, 2, 3, ..., n,</p>		<p>Най-важният параметър при определяне на потока в следпрогнозния период е следпрогнозната стойност, наричана още терминална стойност, остатъчна стойност (TV)</p>

Формули за определяне на:



Методи и модели за определяне коефициента (нормата) на дисконтиране:	Модели за определяне на следпрогнозната стойност (TV):
<p>① Метод “Натрупване на риска” (Risk build-up) - прилага се при дисконтиране на ЧПП за <u>собствен капитал (FCFE)</u>. За норма на дисконтиране (d) се приема нормата на възвращаемост, определена по следния начин:</p> $d = R_f + R_e + R_s,$ <p>където:</p> <p>R_f – възвращаемост на безрискова инвестиция. R_e – <u>надбавка</u> за риск на капиталовия пазар. Изчислява се по формулата: $R_e = R_m - R_f$, където R_m - средна доходност на капиталовия пазар за всички рискови активи; R_s – премия за специфичен риск (например, риск за инвестиране в конкретно предприятие, отрасъл, производство).</p>	<p>1. Модел на Гордон $TV = CF_{n+1}/(d-g)$, където:</p> <p>d-g – норма на капитализация, разглеждана като разлика между коефициента на дисконтиране и темпа на растеж.</p> <p><i>Прилага се при активен и голям пазар, стабилност на доставките на суровини и материали, свободен достъп до кредити, стабилна икономическа ситуация.</i></p>

Формули за определяне на:

Кд



и

TV



<p>② Модел за оценка на капиталовите активи (CAPM – Capital Asset Pricing Model). Компенсацията за пазарния риск е равна на цената на капитала (d). Определянето ѝ става чрез формулата:</p> $d = R_f + \beta R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad \text{където}$ <p>β - коефициент на пазарния риск на инвестицията (систематичен риск). Интерпретацията на β е следната – ако $\beta = 1$, то риска на оценявания актив и на капиталовия пазар са еднакви; ако $\beta < 1$, оценяваният актив е по-малко рисков, а при $\beta > 1$ – той е по-рисков от капиталовия пазар.</p> <p>$\beta(R_m - R_f)$ – обща премия за риск на инвестицията</p>	<p>2. Метод на ликвидационната стойност</p> $TV = \{(\sum A_{пс} - \sum Z_{пс}) * (1 - D_{л}) - P_{л}\} * \frac{1}{(1+d)^l}, \quad \text{където:}$ <p>$\sum A_{пс}$ - сумата на пазарно оценените активи;</p> <p>$\sum Z_{пс}$ – сумата на пазарно оценените задължения;</p> <p>$1 - D_{л}$ - отбив за срочност</p> <p>$P_{л}$ - разходи за ликвидацията.</p> <p>$л$ - срок за ликвидация</p> <p><i>Прилага се ако в следпрогнозния период се очаква предприятието да банкрутира (фалира) и с последваща продажба на активите.</i></p>
---	--

ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Вариант 1 – Директно определяне на стойността на собствения капитал. Изчислява се паричен поток от собствен капитал или наричан още свободен паричен поток за акционерите – FCFE.

FCFE =

NOPAT

+ Амортизации

– Увеличение (Δ) на оборотния капитал

– Капиталови разходи (капитални вложения)

– Намаление на главницата по дълга

+ Увеличение на главницата по дълга

Вариант 2 – Определяне стойността на инвестирания капитал (собствен капитал + дълг) - FCFF.

FCFF =

Печалба преди лихви и данъци (ЕВІТ)

- Данъци върху ЕВІТ

= Нетна печалба след данъци (NORAT)

+ Амортизации

– Увеличение (Δ) на оборотния капитал

– Капиталови разходи

Основни параметри при определяне на дисконтирания паричен поток

PV – сегашна стойност (present value)

TV – терминална (следпрогнозна) стойност

CF_i – чист паричен поток (ЧПП) за *i*-тия период

d – коефициент на дисконтиране (КД) – използва се за оценка ефективността на капиталните вложения (норма на доходност на вложения капитал, която инвеститорите изискват)

g – ръст на дохода

i – интервали от време в бъдеще, отчитани от датата на оценката; $i = 1, 2, 3, \dots, n, n+1, n+2, \dots, \infty$

Прогнозен период - $i = 1, 2, 3, \dots, n$

Следпрогнозен период - $n, n+1, n+2, \dots, \infty$

Коефициент (норма) на дисконтиране (модели и методи)

Метод “Натрупване на риска” (Risk build-up) - прилага се при дисконтиране на ЧПП за собствен капитал (FCFE).

За норма на дисконтиране (**d**) се приема нормата на възвращаемост, определена по следния начин:

$$d = R_f + R_e + R_s, \quad \text{където:}$$

R_f – възвращаемост на безрискова инвестиция.

R_e – надбавка за риск на капиталовия пазар. Изчислява се по формулата:

$$R_e = R_m - R_f,$$

R_m - средна доходност на капиталовия пазар за всички рискови активи;

R_s – премия за специфичен риск (например, риск за инвестиране в конкретно предприятие, отрасъл, производство, страна).

Модел за оценка на капиталовите активи (CAPM – Capital Asset Pricing Model).

Компенсацията за пазарния риск е равна на цената на капитала (**d**). Определянето ѝ става чрез формулата:

$$d = R_f + \beta R_e = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad \text{където}$$

β - коефициент на пазарния риск на инвестицията (систематичен риск). Интерпретацията на β е следната – ако $\beta = 1$, то риска на оценявания актив и на капиталовия пазар са еднакви; ако $\beta < 1$, оценяваният актив е по-малко рисков, а при $\beta > 1$ – той е по-рисков от капиталовия пазар.

$\beta(R_m - R_f)$ – обща премия за риск на инвестицията

Модел на дивидентната възвращаемост (Dividend Yield).

Методът се основава на понятието “Обща норма на възвращаемост” на даден актив, дефинирана по следния начин:

$$d = (\text{Ц}_t - \text{Ц}_0 + \text{КП}_t) / \text{Ц}_0, \quad \text{където}$$

Ц_t – цената на актива в края на периода

Ц₀ – цената на актива в началото на периода

КП_t – касови разходи, паричен поток, получен от притежаването на актива в периода 0-t

Метод на среднопотеглената цена на капитала (WACC – Weighted Cost of Capital).

Използва се при дисконтиране на чисти парични потоци за инвестиран капитал (IC).

$$\text{WACC} = \text{отн. дял на СК} \times \text{Цената на СК} + \text{отн. дял на дълга} \times \text{цената на дълга} \times (1-T), \quad \text{където}$$

T – данъчна ставка

СК – собствен капитал

Цена на СК (изискуемата възвращаемост). Определя се по метода “натрупване на риска”.

Модели за определяне на следпрогнозната стойност (TV)

Модел на Гордън

$$TV = CF_{n+1}/(d-g), \quad \text{където:}$$

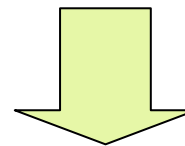
CF_{n+1} – чист паричен поток в първата година след края на прогнозния период (n+1)

$d-g$ – норма на капитализация, разглеждана като разлика между коефициента на дисконтиране и темпа на растеж.

Прилага се при активен и голям пазар, стабилност на доставките на суровини и материали, свободен достъп до кредити, стабилна икономическа ситуация.

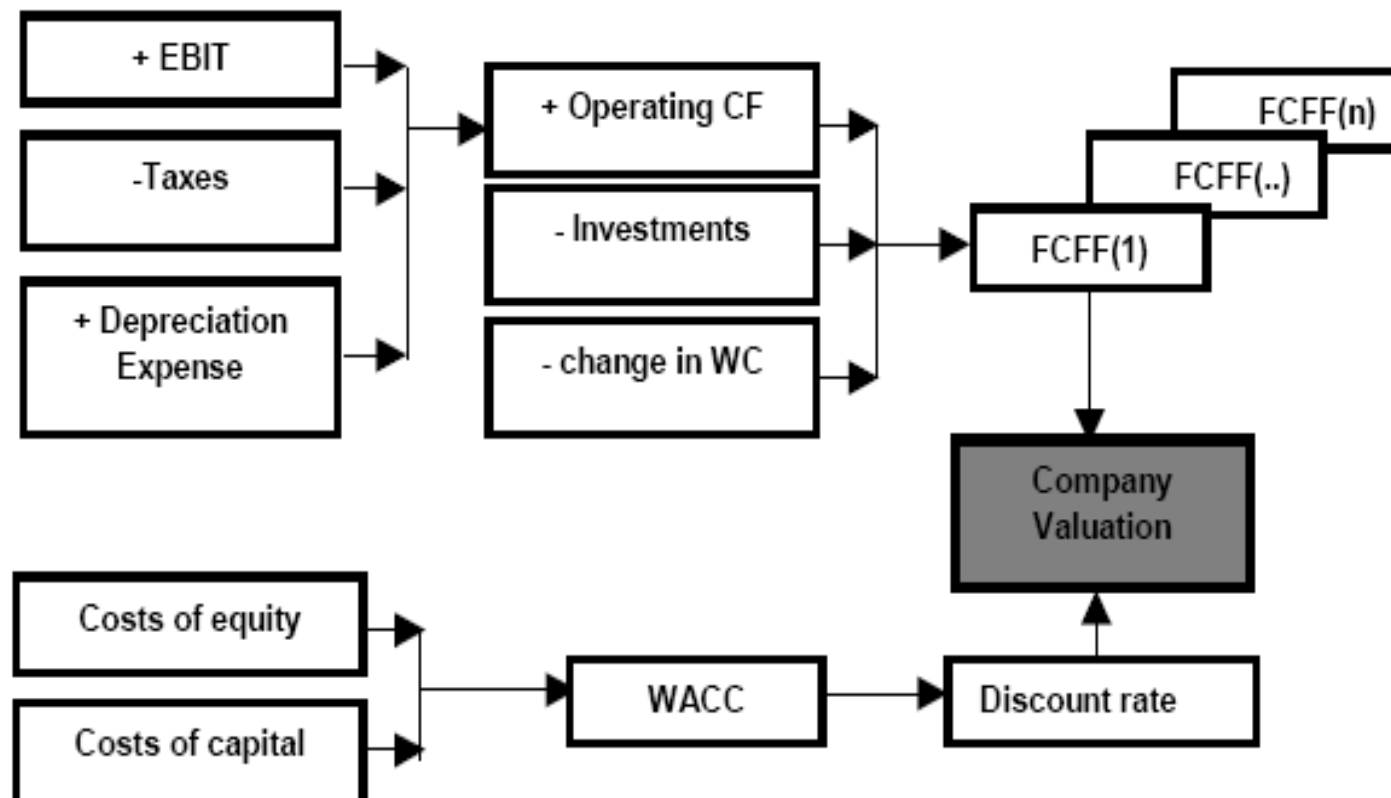
Формула за следпрогнозната стойност на потока (TV)

$$PV = \sum_{i=1}^{\infty} CF_i / (1+d)^i = \sum_{i=1}^n CF_n / (1+d)^n + TV * 1 / (1+d)^n$$

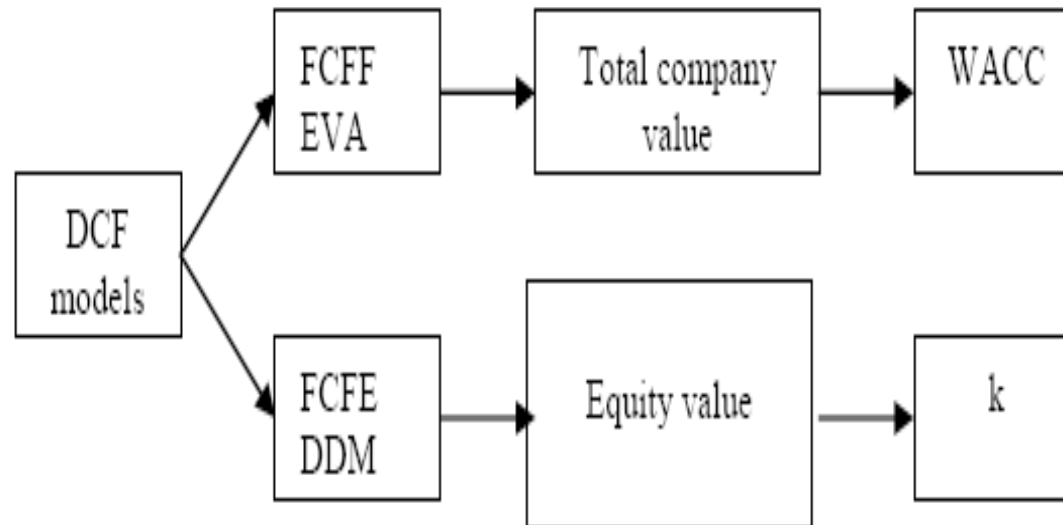


$TV * 1 / (1+d)^n = PTV =$ сегашна терминална стойност

Модели на парични потоци



Модели на парични потоци



ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Съществуват няколко разновидности на модела на дисконтиране на свободния паричен поток, подходящи за прилагане в различните етапи от живота на компанията:

- Еднофазен (или базисен), приложим при стабилен ръст на институцията,
- Двухфазен, използван при съчетаване на ускорен ръст в началната фаза на развитие с фаза на постоянно нарастване
- Трифазен, съчетаващ фаза на висок ръст, преходен период и фаза на стабилен ръст

Най-често в практиката се използват първите два модела.

БАЗИСЕН (ЕДНОФАЗЕН) МОДЕЛ

В базисния модел с дисконтиране на дивидентите, цената на акцията е настоящата стойност на очакваните дивиденти от тази акция. Ако допуснем, че акциите на публично търгуваните компании имат безкраен живот, можем да представим тяхната цена с формулата:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t}$$

където:

P = цена на акцията;

DPS_t = Очаквания дивидент на акция в период t ;

k_e = Цена на собствения капитал.

БАЗИСЕН (ЕДНОФАЗЕН) МОДЕЛ

В случая, когато очаквания темп на ръст на дивидентите (g) е константен, този модел се превръща в т. нар. модел на Гордън:

$$P = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

ДВУФАЗЕН МОДЕЛ

В по-общия случай, където дивидентите растат с норма, която не се очаква да е значителна или константна за дълъг период от време, можем да допуснем, че нормата на растеж ще бъде с постоянен размер в определен период от бъдещето. Това ни позволява да оценим цената на акцията като прогнозния период разделим на два периода:

- период със значително нарастване и
- период с постоянно нарастване, което само по себе си представлява модела на Гордън.

където,

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_e - g_n}$$

n - брой години;

g_n е нормата (темпыт) на нарастване след n-тата година;

k_e = цена на собствения капитал;

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

ТРИФАЗЕН МОДЕЛ

Трифазният модел се състои от три етапа:

- първия се характеризира с висок ръст на печалбите;
- вторият етап е етап на преход от фаза с висок ръст към фаза с устойчив ръст;
- третият е етап с устойчив ръст, който продължава вечно.

$$P = \sum_{t=1}^{n1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * H_{hg}}{(1 + k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})} + \frac{EPS_{n2} * (1 + g_n) * H_{sg}}{(k_{e,sg} - g_n)^n (1 + r)^n}$$

↓

Фаза 1 - Висок ръст

↓

Фаза 2 - Преходен етап

↓

Фаза 3 - Устойчив ръст

ТРИФАЗЕН МОДЕЛ

където,

EPS_t = печалба на акция в година t ;

DPS_t = Очаквания дивидент на акция в период t ;

g_a = темпа на ръст през фазата на висок растеж;

g_n = темпа на ръст през фазата на стабилен растеж;

H_{hg} = коефициента на изплащане през фазата на висок растеж;

H_{sg} = коефициента на изплащане през фазата на стабилен растеж;

k_e = цена на капитала;

$k_{e,t}$ = цена на капитала през преходния етап;

$k_{e,sg}$ = цена на капитала през етапа на устойчив ръст;

$(1+r)^n$ = натрупана цена на капитала до година n .

Този модел премахва много от ограниченията на предните два модела, но изисква значително по-голямо количество входни параметри – коефициент на изплащане, който може да е различен през различните години, темп на ръст, бета коефициенти.

Нов български университет
Департамент “Икономика и бизнес администрация”

Лектор – доц.д-р Виолета Касърова

vkasarova@nbu.bg

tekla@mail.bol.bg