

ТЕМПЪТ НА РАСТЕЖ КАТО ОБЕКТ НА ФИНАНСОВ АНАЛИЗ

доц.д-р Виолета Касърова, Нов български университет

GROWTH RATE AS OBJECT OF FINANCIAL ANALYSIS

Ass. Prof. Violeta Kasarova, PhD, New Bulgarian University

Ключови думи: жизнен цикъл на компанията, темп на растеж, икономическа добавена стойност, пазарна добавена стойност,

Keywords: corporate lifecycles, growth rate, economic value added, market value added

JEL: G31, G32

Въведение

В теорията и практиката съществуват много примери, в които агресивната стопанска политика води до изтощаване на финансовия потенциал на компанията, предизвиква криза на ликвидността и нарушава финансовата ѝ устойчивост. Растежът има своите рискове и не би трябвало да се превръща в самоцел. Много често периодът на бурен растеж е последван от стагнация, а не рядко – от продажба на бизнеса по необходимост. И тук естествено възникват въпроси – може ли да се следва стратегията на бърз растеж като се избегнат присъщите на растежа „болести“, възможно ли е да се бърза без да се пада?

От друга страна, много компании се сблъскват днес с проблемите на растежа: зрелост на отрасъла, общ спад в икономиката, финансова криза, висока междуфирмена задлъжнялост, липса на нови идеи - все фактори, които не способстват икономическия ръст. Тези проблеми изискват задълбочен анализ, за да се намерят разумни решения, осигуряващи здравословна динамика на растежа в дългосрочна перспектива и реален икономически резултат в краткосрочен план.

Целта на доклада е да представи инструментариум за анализ на растежа на стопанската организация от позициите на счетоводния и финансовия аналитични модели, съобразен с фазите на жизнения цикъл на организацията. Такъв подход е необходим, тъй като растежът е функция от оперативната, инвестиционната и финансовата дейност на всеки етап от жизнения цикъл на организацията и за измерване и оценка на качеството му са необходими, както счетоводни, така и финансови показатели.

1. Траектория на развитието на стопанската организация

В съвременния мениджмънт съществува направление, което се базира на теорията за жизнения цикъл. В основата ѝ е поставено разбирането, че организацията е сложен организъм в състояние на непрекъснато развитие, което преминава през предсказуеми фази. По подобие на биологичните организми тя има жизнен цикъл, на всеки етап от който се изправя пред определени проблеми, основният от които е темпа на растеж и необходимите за това ресурси.

Също като хората организациите се раждат, растат, следвайки определени и очаквани за възрастта си поведения достигат до разцвета на своето развитие, след което остаряват и накрая умират. Това дава основание

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

Всеки мениджър трябва да знае в каква фаза от развитието си се намира организацията, която управлява. „Всички сме наясно с изгряването и залязването на организации и дори на цели индустрии... Маркетинговите експерти признават, че съществува продуктов и пазарен жизнен цикъл. Логично е, при това положение, да съществува и жизнен цикъл на организациите.”¹

Докато биологическите системи са творение на природата, то стопанските организации се създават от хората². За разлика от биологичните системи обаче, организациите могат да съществуват много дълго, дори вечно, въпреки че при тях също има цикличност в развитието. За организациите времето не е определящ фактор. Те стареят и умират не поради възрастта си, а от грешки в управлението, което е практически потвърдена закономерност. В това отношение аналогията между организацията и биологическата система в известен смисъл е ограничена, тъй като животът на организацията сам по себе не включва неизбежната ѝ смърт³. С други думи, жизненият цикъл на организацията не се подчинява на законите на Природата.

Някои от моделите, описващи растежа на компанията, вместо упадък, в края си имат етап на зрялост. Така например, моделът на Л. Грейнер [Greiner, 1972, с. 37]⁴ се състои от пет фази и описва линеен растеж на организацията, пренебрегвайки стареенето ѝ (фиг.1). Същото се наблюдава и в моделите на Г. Липит и У. Шмидт [Lippitt, Schmidt, 1967, с.105]⁵, Н. Чърчилд и В.Люис [Churchill, Lewis, 1983, с.31]⁶.

Обратно, моделът на И.Адизес [Adizes,2004, р.8]⁷ (фиг.2) акцентира върху разликата между израстване и стареене. Израстването е способност на организацията да се сблъсква и справя с различни проблеми. Развитието от „малка” към „голяма” организация се случва чрез сблъсък с първоначално малки и по-късно все по-големи проблеми. Стареенето пък изразява намаляващата способност на организацията за справяне с проблемите. Разрушаването (или смъртта), като финална фаза от развитието на

¹ Gibson, Ivancevich, and Donnelly, Organizations: Behavior, Structure, Processes, McGraw-Hill Higher Education, 2006.

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

³ Кушлевич Е., Филонович С. Модели жизненных циклов организаций. Менеджмент: век XX – век XXI. Сб.статей/под ред. О.Виханского, А.Наумова, М., 2004, с.305.

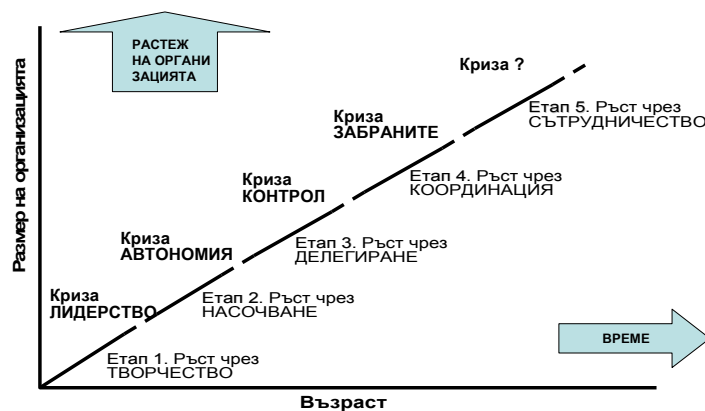
⁴ Greiner, L. "Evolution and Revolution as Organizations Grow," Harvard Business Review, July-August 1972, стр. 37-46

⁵ Lippitt G.L., Schmidt W.A. 1967. Crisis in a Developing Organization // Harvard Business Review, Vol. 45, No. 6, pp. 102-112.

⁶ Churchill N., Lewis V. The Five Stages of Small Business Growth. Harvard Business Review, 1983, Vol.61,N 3, p.30-50

⁷ Adizes, I. Managing corporate lifecycles. – California, US: Adizes Institute, 2004, стр. 8

организацията, съществува в моделите на Д. Милер и П. Фризен [Miller, Frisen, 1984, с. 1161]⁸ и Е.Фламхолц [Flamholtz, 1986, с.18]⁹



Фиг. 1. Жизненият цикъл на организацията по Л.Грейнер



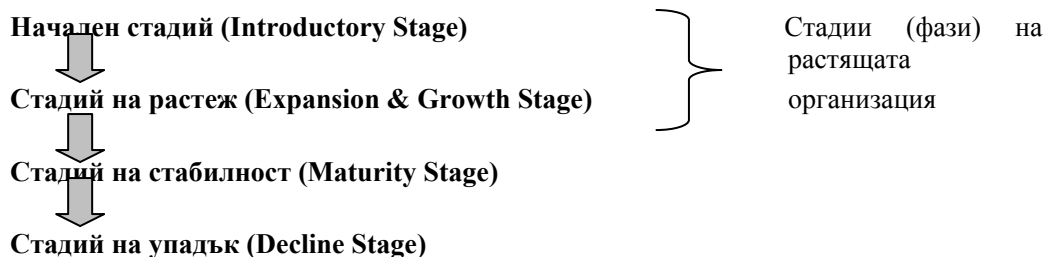
Фиг. 2. Жизненият цикъл на организацията по И.Адизес

Използвайки моделите на жизнения цикъл, всички организации могат да се разделят на *растящи, намиращи се в период на разцвет и стареещи*. Задачата на мениджърите е с най-малко загуби да доведат организацията до разцвет и да я задържат колкото се може повече в това състояние, не допускайки възникване на процеси, водещи до стареенето и смъртта ѝ. Основният въпрос, който трябва да решава при това, е темпът и качеството на растеж. Като параметър, темпът на растеж на организацията фигурира в моделите на Н. Чърчилд и В.Люис, Д. Милер и П. Фризенр, Е.Фламхолц и др.

В следващото изложение, разсъждавайки за темпа на растеж, ще вземем предвид само тези етапи от жизнения цикъл на организацията, които я характеризират като растяща организация. В случая това е част от траекторията на организацията: от началния стадий до стадия на стабилност:

⁸ Miller D., Frisen P.H. Longittudinal Study of the Corporate Life Cycle. Management Science, 1984, Vol.30,N 10, 1161-1183

⁹ Flamholtz, E.G. Managing the Transition from an Enterprenership to a Professionally Managed Firm, San Francisco, Jossey-Bass, 1986



Фази в жизнения цикъл на организацията (по И.Адизес)	Окрупнени фази на жизнения цикъл
Отглеждане	Зараждане (начален стадий)
Бebешка възраст	
Детство	Растеж
Юношество	
Разцвет	Стабилност
Стабилност	
Аристократизъм	Упадък
Ранна бюрокрация	
Бюрокрация	
Смърт	

Таблица 1. Фази на жизнения цикъл на организацията

Растящите организации, като правило, се нуждаят от концентриране на ресурсите върху ключови направления на бизнеса при съхраняване на динамиката на растежа. В зависимост от целта на растежа те могат да израстнат като¹⁰:

- «Ловци на печалба», устремени към увеличаване на приходите от продажби, т.е. към обикновения растеж. Такива организации нерядко поддържат висока задлъжнялост, което ги лишава от имунитет срещу много финансови и общоикономически болести.
- «Генератори на стойност», ориентирани към устойчиво повишаване на стойността на компанията. Те имат дългосрочна тенденция на растеж, която е двигател на ръста на цените на акциите.

За да се диагностицира правилно растящата организация е необходимо да се анализира финансовото ѝ състояние.

2. Основни характеристики на растежа

В теорията и практиката темпът на растежът на една организация се разглежда като функция от различни характеристики, такива като размер на компанията, възраст, структура на капитала, рентабилност, разходи за иновации и др. Според [Dunne, Hughes, 1996]¹¹ темпът на растеж се намалява с увеличаване на големината на компанията. Спад в темпа се наблюдава и с

¹⁰Според класификацията на компаниите, направена от консултантската компания А.Т.Карни. Електронен документ: <http://gaap.ru/biblio/corpin/evaluation/019.asp>.

¹¹ Dunne P., Hughes A., Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s. Journal of Industrial Economics, 1994, vol. 42 (2), p.115-140.

увеличаване възрастта на организацията [Evans, 1987]¹². Младите компании показват по-висок темп на растеж в сравнение с компаниите в по-голяма възраст.

Изследването на [McEachem, 1978] доказва, че и типа контрол във фирмата влияе върху темповете на растеж. Компаниите, в които доминират акционерите, участващи непосредствено в мениджмънта, показват по-високи темпове на растеж.

Според [Ивашковская, Пирогов, 2008]¹³ при анализа на темпа на растеж на компанията, независимо от нейната големина, отраслова принадлежност или възраст, може да се приложат два противоположни подхода. Разликата между тях е в критериите, по които се прави оценката на качеството на растежа. Първият подход е на основата на печалбата. Той използва счетоводна информация и е израз на неокласическата икономическа теория, според която главната цел на всяка компания е максимизиране на печалбата. Вторият подход е на основата на стойността и е израз на концепцията за максимизиране стойността на компанията. За реализирането му се използва пазарна информация и по-точно - за цената на акциите на компанията.

Прилагането на двата подхода позволява растежът да се определи като динамика на показателите за оборот на компанията, от една страна и като пазарна капитализация, от друга страна. Привлекателен е този тип растеж, който осигурява ръст на стойността на компанията. Според консултантската фирма А.Т.Карни¹⁴ значителен растеж е възможен във всеки отрасъл, във всяка страна, във всяка точка от цикъла на деловата активност. Предимствата на растежа са в неговата стимулираща роля, в движението по спирала, а не линейно.

В следващото изложение ще разгледаме по-подробно инструментариума за анализ на растежа, респ. в счетоводния и във финансовия аналитичен модел.

3. Растежът в счетоводния аналитичен модел

На равнището на стопанската организация икономическият растеж се определя чрез различни показатели – количество сътрудници, ръст на печалбата, ръст на чистите или на съвкупните активи, на продажбите и др.¹⁵ Както отбелязва И.В.Ивашковская¹⁶, това е разбиране за икономически растеж в рамките на традиционния финансов анализ, характерен за счетоводния аналитичен модел. Той третира темпа на растеж, който може да се постигне при неизменна оперативна и финансова политика. В случая темпът е в зависимост от няколко коефициента и се обвързва с източниците за

¹² Evens D.S. The Relationship between Firm Growth, Size and Age Estimates for 100 Manufacturing Industries. Journal of Industrial Economics, 1987, vol.35 (4), p. 567-581

¹³ Ивашковская И.В., Н.К.Пирогов. Финансовый анализ роста российских компании. Сп.Аудит и финансовый анализ, №6, 2008. Електронен документ: <http://auditfin.com/fin/2008/6/ivashkovskaya/ivashkovskaya%20.pdf>

¹⁴ Рост ради ценности бизнеса. Електронен документ: <http://gaap.ru/biblio/corpfina/evaluation/019.asp>. Изследването обхваща развитието на 1100 компании от 34 страни през периода 1988-1998 г.

¹⁵ По-подробно вж. Ивашковская И.В., Н.К.Пирогов. Финансовый анализ роста российских компании. Сп.Аудит и финансовый анализ, №6, 2008. Електронен документ: <http://auditfin.com/fin/2008/6/ivashkovskaya/ivashkovskaya%20.pdf>

¹⁶ Ивашковская И.В. Финансовые измерения качества роста. Сп.Управление компании. № 9, 2006, с.52-55.

финансиране, със структурата на капитала и предполага постоянен профил на инвестиционните рискове.

Когато разсъждаваме за скоростта на развитие на компанията, ние по същество говорим за темповете на растеж на продажбите, което е свързано с увеличаване на производствения потенциал, и преди всичко – на активите на предприятието. Приходите от продажби са обобщаващ показател, който най-малко може да бъде подложен на счетоводни манипулации и характеризира пазарното присъствие на организацията. Разширяването на производствената база, обаче, изисква инвестиции, които в повечето случаи не достигат. Това налага да се вземат кредити, които ако не бъдат управлявани правилно, много лесно ще доведат предприятието до банкрут. Редица изследвания показват, че темпът на растеж не трябва да се повишава непрекъснато. Преди всичко е необходимо да се определят оптимални, или по-точно – устойчиви темпове на растеж, след което да се разработят подходящи финансови стратегии за поддържането им.

Съществува пряка връзка между темпа на растеж на предприятието и външното финансиране. Тя се изразява с помощта на два показателя: коефициент на темп на вътрешен растеж и коефициент на темп на устойчив растеж.

Коефициентът за темп на вътрешен растеж – това е максималния темп на растеж, който компанията може да постигне без външно финансиране, т.е. за сметка на ръста на неразпределената печалба. Формулата за изчисляване на този коефициент е следната:

$$g_s = \frac{ROA * RR}{1 - ROA * RR}$$

където:

ROA – чиста рентабилност на активите (Чиста печалба / Сума на активите),
RR - коефициент на реинвестиране на печалбата.

Коефициентът за темп на устойчив растеж - SGR (sustainable growth rate) показва максималният темп на растеж, който предприятието може да поддържа без да увеличава финансовия левъридж, т.е. за сметка на пропорционалното нарастване на пасивите (в рамките на зададената структурата на капитала). Значението му може да се изчисли по формулата, предложена от Boston Consulting Group (BCG), през 60-те години на миналия век. В случая, устойчивият темп на растеж е скоростта, с която се увеличават приходите от продажби, които компанията е в състояние да постигне при неизменна оперативна и финансова политика:

Вариант 1

$$SGR = \frac{ROS * (1 - PR) * (1 + FL)}{\frac{A}{S} - ROS * (1 - PR) * (1 + FL)}$$

където:

ROS – чиста рентабилност на продажбите (Чиста печалба (NI)/ Приходи от продажби)

PR – коефициент на изплащане на дивиденди (D/NI), където D – дивидент; NI – чиста печалба

FL – финансов левъридж (Дълг/ Собствен капитал)

Вариант 2

$$SGR = ROS * TAT * FL * RR$$

$$SGR = ROA * FL * RR$$

$$SGR = ROE * RR$$

където:

TAT – обръщаемост на активите

$$ROS \times TAT = ROA$$

ROA – чиста рентабилност на активите

$$ROA * FL = ROE$$

RR – норма на натрупване или на реинвестиране на печалбата

A/S – капиталоемкост на продажбите (Активи/ Приходи от продажби)

Анализът на формулата за темп на устойчив растеж позволява да се определят факторите на този растеж. За целта ще припомним как се определя рентабилността на собствения капитал (ROE) по модела ДюПонт, която обвързва рентабилността на собствения капитал (ROE) с рентабилността на продажбите (ROS), обръщаемостта на активите (TAT) и финансов левъридж (FL):

$$ROE = \frac{\text{Чиста печалба}}{\text{Продажби}} * \frac{\text{Продажби}}{\text{Активи}} * \frac{\text{Активи}}{\text{Собствен капитал}} = ROS * TAT * FL$$

Следователно, способността на предприятието към устойчив растеж (SGR) зависи от четири основни фактора и свързаните с тях детерминанти:

- ✓ Чиста рентабилност на продажбите, показваща производствената ефективност (*детерминанта норма на печалбата*)
- ✓ Дивидентна политика, измервана чрез коефициента на реинвестиране (*детерминанта норма на натрупване*)
- ✓ Финансова политика, характеризирана чрез финансовия левъридж (*детерминанта финансов левъридж*)
- ✓ Обръщаемост на активите, разкриваща ефективността на използването им (*детерминанта обръщаемост на активите*)

Накратко ще разгледаме четирите детерминанти, които в своята взаимовръзка и в съвкупност осигуряват устойчив растеж в компанията¹⁷. Две от тях – нормата на печалбата и обръщаемостта на активите характеризират оперативната дейност, а финансовия левъридж и нормата на натрупване – финансовата политика на стопанската организация.

Норма на печалбата. Според модела за устойчив растеж увеличаването на печалбата трябва да се осъществява за сметка на намаляване на разходите, разкриване на вътрешни резерви, повишаване на цените и др. Възможно е това да става и за сметка на увеличаване на ръста на продажбите, но с използване на неразпределената печалба или пропорционално на нарастване на пасивите. Темпът на растеж на продажбите ще се съхрани устойчив, ако са стабилни и

¹⁷ Лобанова Е. Устойчивый рост и финансовые стратегии. Електронен документ: http://www.findir.ru/cgi-bin/cm/get_doc.fpl?doc_id=751

четирите детерминанти - норма на печалбата, обръщаемост на активите, норма на натрупване и финансов левъридж.

Норма на натрупване (коефициент на реинвестиране - RR-Re-investing ratio). След изплащане на дивиденди по привилегированите акции в компанията, оставащата чиста печалба се разделя на а) дивидентна печалба и б) неразпределена печалба. Ако RR е норма на натрупване, която зависи от нормата на изплащане на дивидентите (PR), или $RR = 1 - PR$. Компаниите, които са в процес на бурно развитие и се нуждаят винаги от средства за разрастване на дейността, не изплащат дивиденди, или го правят в малки размери. Обратното, компаниите достигнали зрялост в развитието си изплащат по-голяма част от нетната печалба под формата на дивидент.

За нормата на изплащане на дивидентите съществува долна граница, равна на 0. Това е ситуацията, при която цялата чиста печалба се насочва за развитие, а акционерите не получават дивидент. Такъв подход е оправдан до някъде, ако вземем предвид, че доходът на акционерите се формира от текущи дивиденди, от една страна, и от прираста на стойността на капитала и ръста на стойността на акциите, от друга страна. Но при системно неизплащане на дивиденди, цената на акциите на компанията пада. И причината за това ще бъде продажбата им и влагане на паричния ресурс в компании, изплащащи дивиденди. Тук ще припомним сентенцията, че „капиталът тече там, където му е добре”.

Провеждането на правилна дивидентна политика в компанията, като съществен компонент на коефициента на реинвестиране, предполага спазването на някои правила, а именно:

- ✓ Неразпределената печалба трябва да расте по-бързо от дивидентите;
- ✓ Печалбата трябва да се натрупва до тогава, докато използването ѝ носи доход, по-голям от алтернативната (пазарна) стойност на капитала;
- ✓ Дивидентите трябва да остават стабилни и при намаляване на дохода.

Финансовият левъридж характеризира финансовата политика на компанията и представлява, както вече отбелязахме, съотношение между дълг и собствен капитал. Колкото по-голям е делът на дълга, толкова по-малка е чистата печалба поради разходи за лихви. Смисълът на показателя е да разкрие зависимостта на организацията от външни инвеститори и кредитори, и на тази основа – финансовата ѝ устойчивост.

Вграден в модела за устойчив растеж този показател пряко влияе върху рентабилността на собствения капитал. Следователно, всичко, което увеличава ROE, ще оказва аналогично влияние върху темпа на устойчив растеж. Не е трудно да се забележи, че увеличаването на коефициента на реинвестиране има същия ефект върху темпа.

Ускоряването на обръщаемостта на активите е възможно чрез увеличаване обема на продажбите или съкращаване на активите. При неизменна финансова и оперативна политика на компанията, което е основна предпоставка в модела за устойчив растеж, това може да се осъществи за сметка на съкращаване на запасите и вземанията на компанията. И тъй като увеличаването на темповете

на растеж неизбежно ще доведат до абсолютно нарастване на обема на запасите и на вземанията, най-често проявяващи се като търговски кредити, явно са необходими специални механизми за мониторинг и управление на активите.

Разгледаните по-горе четири детерминанти гарантират безопасната скорост, с която компанията може да се развива, без това да навреди на финансовото ѝ здраве и устойчивост. За целта, обаче, трябва да се спазват две основни правила.

Първо, продажбите могат да нараснат само толкова бързо, колкото бързо растат активите. И обратното, прирастът на активите предопределя ръста на приходите от продажби. Увеличението на продажбите с 20%, например, трябва да е съпроводено с приблизително същото нарастване на вземанията, запасите, паричните средства и т.н., т.е. на активите.

Второ, темпът с който нараства дългът трябва да е съпроводен от същия прираст на собствения капитал, за да се поддържа неизменна структурата на капитала и зададеното равнище на финансовия левъридж. В противен случай финансовите трудности са неизбежни.

4. Растежът във финансовия аналитичен модел

Финансовият аналитичен модел е фокусиран върху икономическата печалба¹⁸, която по определението на А.Маршал¹⁹ представлява разликата между нетната печалба и разходите за лихви по инвестирания капитал с определена цена. Следователно, при определяне на икономическия резултат в този модел е необходимо да се отчитат не само разходите, фиксирани в счетоводния отчет, но и алтернативните издръжки на инвестирания в компанията капитал. Такъв подход акцентира върху инвестиционните качества на парите, неопределеността на бъдещите резултати, алгоритъма на обвързване на дългосрочните цели с оперативните планове и характеризира ръста на компанията чрез растежа на стойността ѝ.

В този модел темпът на растеж на продажбите също е от значение, но разглеждан през призмата на трансформацията му в парични потоци, покриващи инвестиционните рискове и удовлетворяващи очакванията на инвеститорите. Или, ако в счетоводния модел растежът на продажбите се разглежда в статика, то тук той се изследва в динамика. Това налага използване, наред с традиционния показател за темп на растеж на продажбите, и на показатели, свързани с растежа на стойността във времето като например, пазарна капитализация или пазарната стойност на компанията, чиито акции се котира на фондовата борса. Изчислявана като произведение от общото количество търгувани акции и пазарната им цена към конкретен момент от време, пазарната капитализация е „моментна“ снимка на корпоративната стойност. Тя е добра основа за изчисляване на пазарната добавена стойност (Market Value Added – MVA), като абсолютна стойност на прираста на богатството на акционерите или на стойността на компанията.

¹⁸ Концепцията за икономическата печалба се реализира чрез два показателя: остатъчна печалба (Residual Income /RI) и икономическа добавена стойност (Economic value Added /EVA). По-подробно вж. Касърова В., Р.Димитрова. Икономическата добавена стойност (EVA) – понятие и ключови характеристики. В сб. Финансови иновации – изследвания и практики. Изд. НБУ, 2008, с 89-113..

¹⁹ Marshall A. Principles of Economics. Vol.1.NY.: MacMillan & Co, 1890. p.142.

MVA характеризира очакванията на инвеститорите за по-нататъшно развитие на компанията. Много автори я разглеждат като нетна настояща стойност (NPV) на всички минали и настоящи проекти, изчислявана по следния начин:

$$MVA = V - E, \text{ където:}$$

V – пазарна капитализация;

E - балансова стойност на собствения капитал

или

$$MVA = EV - IC, \text{ където:}$$

EV – пазарна стойност на предприятието (сума от пазарната капитализация, пазарната стойност на дълга, малцинственото участие и преференциалните акции минус парите и паричните еквиваленти);

IC - балансова стойност на инвестиция капитал.

MVA е интересен абсолютен показател, но не е много удобен. За междуфирмени и междуотраслови сравнения по-често се използва стандартизираната пазарна добавена стойност (Standardized MVA - MVA_{st}), изчислявана по формулата:

$$MVA_{st} = (MVA_{t-1} - MVA_t)/E_t \quad \text{или} \quad MVA_{st} = (MVA_{t-1} - MVA_t)/IC_t$$

В тясна връзка с MVA при изследване темпът на растеж би следвало да се използва и икономическата добавена стойност (Economic Value Added - EVA). Този показател определя дали стопанската дейност осигурява на акционерите резултат, по-висок от този на алтернативните инвестиции. По същество, EVA характеризира ефективността на стопанската дейност от гледна точка на капитала като функция и като собственост. Показателят е изграден на основата на следната формула:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC = (ROIC - WACC) \times IC, \text{ където:}$$

NOPAT – нетна оперативна печалба преди лихви след данъци;

WACC – средно претеглена цена на инвестиция капитал;

IC – инвестиран капитал, изчислен като сума от собствения капитал и лихвения дълг

ROIC – възвращаемост на инвестиция капитал на база

NOPAT.

Ако EVA характеризира постигнатите, а MVA - очакваните икономически резултати от стопанската дейност, то при съвместното им използване бе могло да се характеризират фазите в жизнения цикъл на компанията. Теоретично, при отрицателна EVA и позитивна MVA, логичен е изводът, че компанията е във фаза на растеж и поради това дейността ѝ е капиталоемка, което пък поражда очаквания у инвеститорите за дългосрочен бъдещ ръст. Трайно положителните стойности и на двата показателя са индикатор, че компанията е преминала във фазата на стабилност. Това са хипотези, които ще бъдат проверени емпирично в наши бъдещи изследвания.

Заклучение

Съвременните компании трябва да имат много ясна визия за своя темп на растеж, за да постигнат стратегическо равновесие в развитието си. При това е важно да се отчита, че организацията има собствен жизнен цикъл, което предполага дефиниране на фазата, на която се намира, отчитане спецификата на отрасъла, към който принадлежи, обвързване на ръста на приходите от продажби с ръста на стойността ѝ. Само при съгласувано решаване на тези въпроси може да се осигури качествен ръст на компанията в дългосрочна перспектива, да се тушира неблагоприятното въздействие на външни „дразнителни“ и да се гарантира необходимата ѝ скорост на развитие.

Темпът на растеж на компаниите е недостатъчно изследван в българската икономическа теория и е ограничено приложението му на фирмено равнище. Тази ситуация несъмнено е свързана със слабото познаване на теорията на жизнения цикъл на стопанската организация и игнорирането на факта, че съвременният анализ на финансовото състояние може да повиши ефективността на управлението на компанията само ако е продукт на счетоводния и на финансовия аналитични модели.

Разгледаният в настоящия доклад инструментариум за анализ на растежа на стопанската организация ще бъде тестван през призмата на жизнения цикъл върху публични компании от реалния сектор у нас. Целта е да се очертае връзката между „възрастта“ (според фазата на жизнения цикъл) на компанията и типа на растежа ѝ.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. М., Инфра, 2009

Ивашковская И.В., Н.К.Пирогов. Финансовый анализ роста российских компании. Сп. аудит и финансовый анализ, №6, 2008. Електронен документ:
<http://auditfin.com/fin/2008/6/Ivashkovskaya/Ivashkovskaya%20.pdf>

Касърова В., Р. Димитрова. Икономическа добавена стойност (EVA) – понятие и ключови характеристики. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, С., 2008

Adizes. I. Managing corporate lifecycles: how get to and stay at the top. New Jersey, 1999. Електронен документ:
http://www.adizes.com/corporate_lifecycle_overview.html

Damodaran, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance.- N.Y; John Wiley & Sons, Inc., 1994