

## МОДЕЛИ ЗА ОЦЕНКА ПРИ СТОЙНОСТНО ОРИЕНТИРАНОТО УПРАВЛЕНИЕ

Светла Дучева

Докторант,  
катедра „Администрация, управление и политически науки“,  
Варненски свободен университет „Черноризец Храбър“

**Резюме:** Стойностно базираното управление на компанията се основава на два основни проблема: измерване на стойността и проследяване процеса на нейното създаване. Оценяването предполага избор на модели и процедури за определянето на стойността на компанията за нейните собственици, следене на измененията ѝ, както и установяване на механизми за създаване на нова стойност. Следователно един от най-важните въпроси е построяването на система за измерване стойността на компанията, която следва да бъде основана на адекватен модел за оценка и на основата на този модел – разработена система от инструменти, които да осигурят възможността на всички нива на управление да бъдат приемани решения, гарантиращи ръст на стойността за акционерите.

**Ключови думи:** модели за оценка, стойност, оценяване, стойностно базирано управление

## EVALUATION MODELS FOR VALUE-BASED MANAGEMENT

**Svetla Ducheва**

PhD student

Department “Administration, Management and Political Sciences”,  
Varna Free University “Chernorizets Hrabar”

***Abstract:*** Value-based company management is based on two main issues: measuring value and tracking the process of value creation. Valuation involves selecting models and procedures for determining the value of the company to its owners, monitoring its changes, and establishing mechanisms for creating new value. Therefore, one of the most important issues is the construction of a system for measuring the value of the company, which should be based on an adequate valuation model and, based on this model, a system of tools developed to ensure that decisions can be taken at all levels of management to ensure the growth of shareholder value.

***Key words:*** evaluation models, value, valuation, value-based management

### **Въведение**

В условията на пазарна неопределеност всички заинтересовани от развитието на компанията лица се нуждаят от пълна, достоверна и обективна икономическа информация за стопанската ѝ дейност с оглед минимизиране на рисковете при вземане на решения. Задоволяването на техните интереси в условията на засилена конкуренция на глобалния капиталов пазар налага сериозни промени в технологията, методите и стандартите на стопанския анализ на компаниите и поражда нови направления в аналитичния блок на корпоративния мениджмънт. Един от тях е диагностиката като процес на

разпознаване и оценка на „здравния статус“ на стопанската организация по отношение на определени финансови критерии, поставяне на диагноза и приемане на стратегически и тактически решения за поддържане на предприятието в позиция, задоволяваща заинтересованите страни.

В съвременните условия управленските решения следва да се считат за правилни, ако осигуряват повишаване на стойността на компанията. Максимизирането на стойността като цел не трябва да се разглежда като еднократен акт, а като непрекъснат цикъл от вземане и реализиране на стратегически и оперативни решения, което предопределя и непрекъснатост на диагностичния процес в предприятието.

### **Изложение**

Според Волков (Волков, 2005) стойностно базираното управление е система, която следва да включва четири основни модула: оценяване, разработване на стратегии, финанси и корпоративно управление. Модулът „оценяване“ включва избор на модели и процедури по определяне ценността на компанията за нейните собственици, мониторинг на изменението на стойността и определяне на механизмите за създаването на нова стойност.

Изборът на най-подходящия модел за оценка предполага отговор на два въпроса: Първият касае приемливостта на даден модел като инструмент за управление на компанията, а вторият - степента на неговата достоверност и надеждност, т.е. доколко добре моделът обяснява създаването на нова стойност за акционерите.

Могат да бъдат посочени два аналитични модела - счетоводен и стойностен. Разграничаването им се прави на база фокуса, върху който се концентрира анализа на компанията.

*Счетоводният аналитичен модел* е фокусиран върху счетоводната печалба и фактически извършените стопански операции в компанията. Финансовият резултат се получава въз основа на генериране на счетоводни данни, спазвайки принципите на счетоводството. Главна цел за развитието на компанията е нарастването на счетоводната печалба. Но този модел е статичен и не дава отговор на въпроса дали печалбата компенсира инвестиционния риск, тъй като последният няма място в счетоводния отчет. Той не анализира възможните алтернативни действия на мениджърите и игнорира по същество вариантите за развитие на компанията, пренебрегвайки инвестиционната стойност на парите. Съставя се и се анализира на база фактически осъществени операции и фактически разходи. Поради това той е ретроспективен. Целта е приходите да надвишават разходите. Още повече, че той отчита само материалните и осезаемите нематериални активи (търговски марки, патенти, франчайзингови споразумения, програмни продукти), отразени в отчетността и няма инструмент за отчитане на неосезаемите такива.

*От друга страна стойностният аналитичен модел за разлика от счетоводния е фокусиран върху пазарната стойност.* Изграден върху принципите на корпоративните финанси и алтернативност на възможните управленски решения, той отчита инвестиционните качества на парите, неопределеността на бъдещите резултати и обвързва дългосрочните цели с оперативните планове. Това е предпоставка за успешно дългосрочно съществуване на организацията, която е не само съвкупност от технологии, оборудване и екипи, носещи печалба, но и пакети от акции с определена стойност.

Корпоративният мениджмънт следва да осигури увеличаване на стойността на компанията при това не само за акционерите/собствениците (shareholder's), но и за всички заинтересовани лица (stakeholder's).

Моделът измерва резултата от функционирането на компанията чрез показатели като икономическата (остатъчната) печалба (Economic Profit - EP или Residual income - RI), нейната модификация икономическа добавена стойност (Economic Value Added - EVA) и чрез свободния паричен поток (Free Cash Flow - FCF), които отразяват както дългосрочните интереси на собствениците, така и инвестиционния риск и инвестиционните качества на парите.

Характерно за стойностния аналитичен модел е факта, че тук собственият капитал не се третира като безплатен ресурс, както е при счетоводния аналитичен модел. Например икономическата печалба (Economic Profit) представлява разликата между фактическите приходи от продажба на стоки и услуги и сумата от фактическите, в т.ч. капиталовите разходи за тяхното производство. Именно капиталовите разходи са компонентът, по който икономическата печалба се различава от счетоводната. Включвайки капиталовите разходи в сумата на разходите се отговаря на въпроса относно наличието на достатъчен размер парични потоци с цел гарантиране на необходимия за инвеститорите доход, отчитайки различни варианти за инвестиции. Следователно не е достатъчен просто фактът на получаване на печалба от оперативна дейност, а обемът ѝ, който трябва да превишава капиталовите разходи, като така се компенсира риска, съпровождащ стопанската дейност и отчитан именно в тези разходи. Доходността в модела се третира като *изискуема* доходност, т.е. желана от инвеститорите, и *фактическа* доходност, постигната от мениджърите и реалната дейност на компанията.

Стойността в стойностния аналитичен модел се третира като показател, получен в резултат на цялостното стратегическо развитие на компанията и отразяващ отношенията с клиентите, персонала, доставчиците и всички

заинтересовани лица. Стойността представлява паричен израз на ефекта от използване на капитала на собственика и се определя чрез дисконтиране на бъдещите ползи, които той ще получи благодарение на собствеността си. Компания с растяща стойност е инвестиционно привлекателна.

В практиката у нас все още масово се прилагат методи за изследване на финансовата устойчивост на предприятията, основани на принципите на т.нар. счетоводен модел. Защо обаче финансовият модел, базиран на стойностния подход, е по-прогресивен и по-реално представящ истинската стойност на фирмата? Според Касърова (2008) двата модела могат са разграничат по следните особености (Таблица 1):

*Таблица 1. Особенности на счетоводния и стойностния модел*

<b>Счетоводен модел</b>	<p>-като основен критерий се използва печалбата като функция на цената и себестойността</p> <p>-показателите са базирани на печалбата, отразена в счетоводните отчети</p> <p>-отразява състоянието на предприятието към края на даден отчетен период</p> <p>-основен на исторически данни</p> <p>-признава приходите и разходите при самото им възникване</p> <p>-използва финансови коефициенти, които нямат връзка с пазарната стойност, тъй като не отчитат размера на реалните и финансови инвестиции, потребността от финансиране, както и разстоянието във времето между инвестициите и възвръщаемостта на вложения капитал</p> <p><b>Заключение: Счетоводният модел е ориентиран към кредитори и данъчни служби</b></p>
-------------------------	--

<b>Стойностен модел</b>	<p>-показателят за оценка на дейността е икономическата печалба като функция на риска, инвестициите и паричните потоци</p> <p>-използват се показатели за ефективност , които са пряко свързани с пазарната стойност</p> <p>-отчита се разстоянието във времето между инвестициите и възвръщаемостта на вложения капитал</p> <p>-отчита входящите и изходящи парични потоци, взимайки под внимание и времевата разлика</p> <p>-признава приходите и разходите от дейността при реалното изплащане на паричната им стойност</p> <p>-отчита способността на компанията да носи доход в настоящето и за в бъдеще</p> <p>-разглежда бизнеса като динамична величина</p> <p><b>Заключение: Стойностният модел е ориентиран към инвеститори и собственици</b></p>
-------------------------	---

Като основна разглеждана категория стойността също има различно тълкувание от гледна точка на двата модела. Счетоводният модел разглежда стойността на компанията като съвкупност от материални и нематериални активи, включени в баланса на предприятието, а обект на изследване са балансовата, ликвидационната и възстановителната стойност. Докато при стойностния модел, стойността на компанията представлява съвкупност от конкурентни предимства, създавани от материалните и нематериалните активи, а видовете стойност, които се разглеждат, са вътрешната фундаментална стойност, пазарната стойност и пазарната капитализация.

Показателите, с които борави стойностния подход, са много и разнообразни и непрекъснато се увеличават поради две причини: *първо*, във връзка с развитието на стойностния подход и *второ*, във връзка с появата както на съвършено нови, така и на модифицирани стари показатели.

В тази връзка големият проблем при измерването и изследването на стойността е избора на модел за конструиране на тези показатели и привеждането им в стройна система за коректно, целесъобразно и реално оценяване. На тази основа са създадени многообразни модели и подходи, които могат да бъдат класифицирани в две основни групи:

Към *първата група* могат да се причислят модели на основата на паричния поток, базирани на идеята, че стойността на компанията, включително на всяка нейна стратегия или инвестиция, е равна на текущата стойност на дисконтираните бъдещи нетни парични потоци. Най-популярните от тази група са акционерната добавена стойност - (Shareholder Value Added -SVA), парична добавена стойност – (Cash Value Added - CVA) и парична възвращаемост на инвестициите (Cash Flow Return on Investment – CFROI).

Към *втората група* се отнасят модели на основата на икономическата печалба, които търсят компромис между счетоводния и стойностния подход при анализа и оценката на компанията посредством корекции в инвестирания капитал и в оперативната печалба, за да се отрази икономическата същност на активите. Най-използвани от групата са главно модела на икономическата добавена стойност (Economic value added - EVA) и моделът на пазарната добавена стойност (Market value added - MVA).

### **Основни видове стойност в стойностния аналитичен модел**

При ориентация на мениджмънта към максимизиране на стойността в компанията паричните средства се превръщат в главен показател за успешна



стопанска дейност. При това не просто пари по сметките на компанията, а потоци от свободни парични средства, които остават в компанията след ежегодното реализиране на стратегията ѝ. Ценността на бизнеса е в неговата способност да генерира свободни парични потоци неограничено дълго време, използвайки активите на компанията. Тази способност, измерена в пари, се превръща в стойност. Пазарът оценява стойността на компанията чрез цената, на която се извършва покупко-продажбата на предприятието като цяло, на обособени негови части или на пакети от акции. Следователно, всяка ценност има своя стойност, за всяка ценност (стойност) се плаща определена цена. Пазарната цена може да се разглежда като преобразувана форма на стойността.

Ако стойността на компанията е разчетна величина, определяща в пари ценността на собствения ѝ акционерен капитал, то цената на компанията е договорена или платена парична сума за същия този капитал. Това е израз на една от теориите за капитала - теорията на предприятието, която интерпретира капитала като чисто благосъстояние на компанията и нейните собственици (акционери) и го представя чрез способността му да носи доход. При тази хипотеза стойността на компанията може да се измери чрез:

*Първо*, Пазарната стойност на собствения ѝ капитал, за което се използват показатели като:

- пазарна стойност на капитала *MVE (Market Value of Equity)*. В случая стойността се определя като сума от дисконтирани към настоящето свободни парични потоци за акционерите, очаквани за генериране от фирмата през жизнения ѝ цикъл, което предполага да се прогнозира резултати.

- пазарна капитализация *MC (Market capitalization)*, представляваща оценка на компанията от пазарните инвеститори и изчислявана като произведение между цената на котираните обикновени акции и общия им брой в обръщение.

*Второ*, Създадената от капитала добавена стойност. Основополагащ принцип при формиране на стойността тук е, че нова стойност се създава само тогава, когато компанията получава възвращаемост от инвестирания капитал, превишаваща разходите по привличането му. В това направление се използват показатели като икономическа печалба RI (*Residual Income*) и икономическа добавена стойност EVA™ (*Economic Value Added*); пазарна добавена стойност MVA (*Market Value Added*); акционерна добавена стойност SVA (*Shareholder Value Added*); парична добавена стойност CVA (*Cash Value Added*). Една част от тях се формират, използвайки печалбата (с или без корекции), а друга - чрез паричния поток.

Проблемът за дефинирането на стойността се отнася към фундаменталните въпроси на икономиката. Представителите на редица икономически школи предлагат различни трактовки на стойността, но единно мнение относно нейната същност в икономическата наука няма. Нещо повече, то еволюира заедно с еволюцията на икономическата наука като цяло. От друга страна, когато се изследва и дефинира стойността, от съществено значение е кому е нужно определението, защото стойността за счетоводителя и за бизнес оценителя, за макроикономиста и за финансовия анализатор е различна.

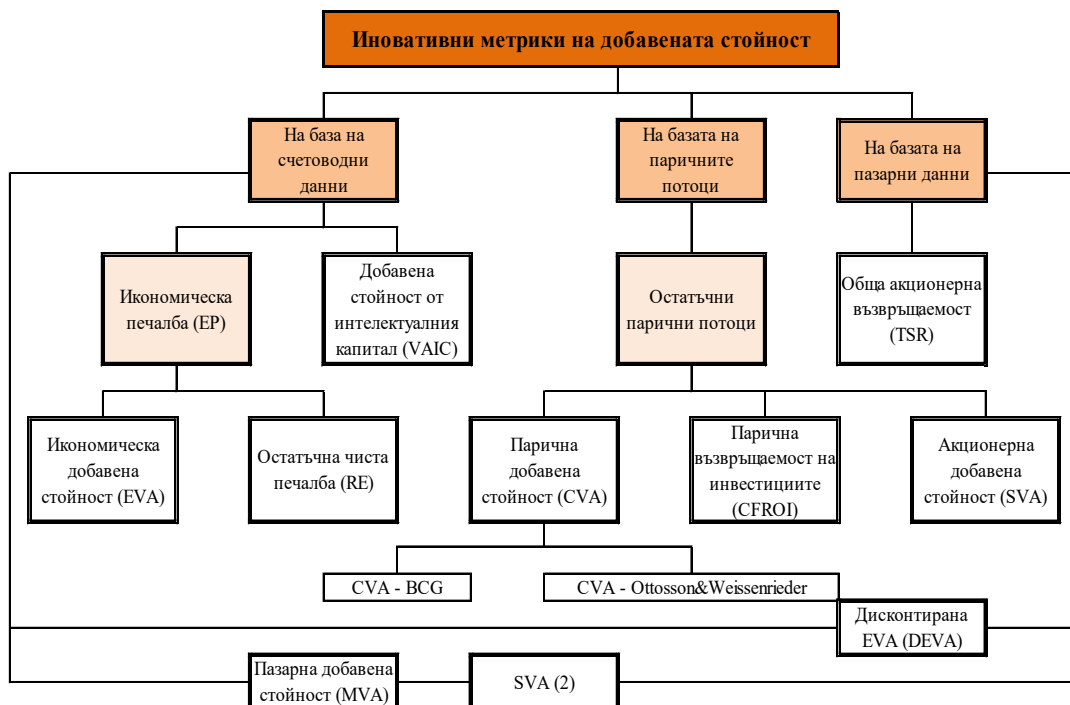
В условията на съвременното пазарно стопанство стойността, ценността и полезността формират същността на стоковото производство, образувайки единно цяло с цената, търсенето и предлагането. Пазарната цена и пазарната стойност в икономиката не са тъждествени. По този повод Дж. Рош (Рош, 2008) отбелязва, че докато не се продаде вещта, никакви заявления за стойността ѝ, независимо по какъв метод са получени, не могат да се считат за правилни или неправилни, защото всяка вещ струва точно толкова, колкото са готови да платят за нея.

Христоматиен факт в корпоративния мениджмънт е, че компании с растяща стойност са инвестиционно привлекателни. За собственика (инвеститора) стойността е условие за влизане, оставане или излизане от бизнеса и показател за размера на личното му богатство. При съществуващото разнообразие от видове стойности, обаче, логичен е въпросът коя стойност следва да се взема предвид в стойностния мениджмънт.

Реализирането на стойностния подход в управлението може да се осъществи с помощта на система от специфични метрики (показатели, модели, методи, критерии, стратегически карти, програмни средства) в рамките на стойностния модел за управление на компанията, ориентиран към максимизиране на стойността. Голямото разнообразие от такива метрики прави наложителен подбора на най-подходящите от тях във всеки конкретен случай. Анализа на специализираната литература показва (Волков, 2007; Chua, Eun&Lai, 2007; Pal, Sura, 2007), че изборът на една или друга метрика в стойностния подход, обезателно отчита елемента на веригата на стойността, в рамките на която ще се използва. Тя включва следните три елемента:

- Създаване на стойност, чрез въздействие върху паричния поток и факторите на стойността;
- Съхраняване на стойност, чрез управление на риска и данъчното планиране;
- Реализиране на стойност, чрез капиталовия пазар и пазара на готов бизнес.

На фиг. 1 са обобщени метриците на добавена стойност в стойностно аналитичния модел.



Фиг. 1. Модифициран модел на метриците на добавената стойност в стойностния аналитичен модел по Касърова

### Заклучение:

Голямото разнообразие на модели за оценка прави задачата „оценяване“ нелека. Изборът на модел зависи както от целта на оценката, така и за кого е предназначена тя, тъй като в стойността се концентрират интересите на всички заинтересовани лица. Чрез нея мениджърите могат да оценят рентабилността на своите компании и корпоративни стратегии, инвеститорите могат да определят цената на кои акции е завишена или занижена, а кредиторите – да оценят обезпеченията по кредитите, които са отпуснали. Управлението, ориентирано към стойността, е двупосочно. От

една страна то е интровертно – насочено към подобряване на показателите, оценяващи резултатите от дейността, а от друга екстровежно – посоката му е от предприятието към външната среда, в която то функционира, към последствията от алтернативните възможности за използване на ресурсите, към ползите и рисковете от инвестиционната дейност.

### **Използвана литература:**

1. Волков, Д. Л., 2005. *Управление ценностью: показатели и модели оценки*. Российский журнал менеджмента, Том 3, No 4, с. 67–76
2. Волков, Д. Л., 2007. *Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности*. Автореферат дис. д-ра экон. наук
3. Касърова, В., 2008. *Управление на стойността – нова управленска концепция*. Сборник ”Финансови иновации - изследвания и практики“, НБУ, София, с.29-65
4. Рош, Дж., 2008. *Стоимостъ на компанията: от желаемото к действителному*. Гревцов Паблицер, ISBN 978-985-6569-22-0
5. Chua, Ch. T., Eun, Ch.S., Lai, S.,2007. *Corporate valuation around the world: The effects of governance, growth, and openness*. Journal of Banking and Finance, № 31(1).
6. Pal, K., Sura, J., 2007. *Economic value added and traditional performance measures: a review of academic and empirical literature*, Amity Journal of Business Strategy, № 1(2)