



ЕВОЛЮЦИЯТА НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ ЗА НУЖДИТЕ НА КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ В УСЛОВИЯТА НА ДИНАМИЧНА СРЕДА

THE EVOLUTION OF FINANCIAL ANALYSIS FOR THE NEEDS OF CORPORATE GOVERNANCE IN A DYNAMIC ENVIRONMENT

Лора Тодорова
Lora Todorova

Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“
St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Tarnovo

Abstract: The turbulent processes in the world economy over the last decade have shown the need for new, more adequate indicators for financial analysis, which should cover not only data from the financial statements, but also take into account other financial and non-financial determinants. The application and interpretation of the final results of the financial analysis depends on the competencies of the financial managers, experts or analysts, but it is important the specific set of indicators that should use comprehensive information, take into account the current economic situation, contain sound forecasts and not just be based on past periods. Recently, in the practice of leading companies, indicators for growth of the company's value are increasingly used, at the expense of the profitability analysis. Corporate governance can be considered successful if its solutions provide an increase in the company value. The company value is at the heart of a relatively new management concept known as Value Based Management (VBM), according to which a company is an organization for creating value for various stakeholders. The purpose of the report is to present the financial analysis in a new light, which to be a guide for the needs of corporate governance of Bulgarian companies in a dynamic environment.

Keywords: value based management (VBM); economic value added (EVA).

JEL: G30, G32

ВЪВЕДЕНИЕ

Финансовият анализ е информационната база, върху която се полагат целите в една организация. Традиционно се извършва на основата на данни от финансовите отчети на предприятията. Информацията, съдържаща се в тях, е недостатъчна и ограничена, тъй като се основава на определени стандарти и изисквания и е преди всичко за целите на външните заинтересовани лица. Резултатите от функционирането на предприятието се отразяват комплексно най-вече чрез печалбата (или загубата) – чувствителна и строго индивидуална величина, зависима от прилаганите счетоводни техники. Това само по себе си води до извода, че показателите за финансовите резултати могат да бъдат манипулирани за целите на предприятието и изключително в негова полза при представяне на финансовото му състояние пред настоящи и бъдещи инвеститори. Поради тези обстоятелства финансовият анализ сменя кардинално своето поле от показатели и се насочва

към методика, в основата на която е стойността на компанията, а не времевите данни за определен отчетен период.

„В съвременните условия финансовият анализ на компанията трябва да очертае профила не само на нейната настояща, но и бъдеща ефективност, при това постигната в условията на многовариантност на избора на инвеститора и активната позиция на мениджъра“ (Kasarova, 2009, pp. 3–6).

Необходимо е и отчитането на нефинансови детерминанти, като например политиката по корпоративна социална отговорност, които се отчитат от различните заинтересовани лица и в средносрочен период ще дадат отражение върху стойността на предприятието.

ИЗЛОЖЕНИЕ

Както всяка научна област и практика, така и финансовият анализ в процеса на неговото прилагане преминава през процес на бърза еволюция. Ако той като методика се извади и изолира от естествената среда, където е необходим, а именно – стопанските организации, би се развивал изключително бавно и би се основавал преди всичко на класическите направления и показатели.

При традиционния финансов анализ в повечето случаи се разглеждат стандартните аспекти – ликвидност, обръщаемост на активите, задлъжнялост и рентабилност. В крайна сметка неговите слаби страни могат да се обобщят така (Tsonkova, 2019, p. 77):

- Липса на интегриране при отделните направления и показатели;
- Не се вземат под внимание пазарните показатели;
- Акцентиращ се на счетоводни данни и не се отчита в необходимата степен промяната на стойността на парите във времето, риска, цената на финансиране и пр.

Промяната на икономическите условия след 90-те години на XX в. както в световен, така и в национален мащаб наложи преразглеждане на методиката на финансовия анализ. Възникналите спорове за това какви данни да бъдат използвани и какво да се прилага само потвърждават, че традиционният финансов анализ не дава точна оценка за състоянието на изследваните обекти.

„Икономическата наука за целите на разпределението на ограничените ресурси е търсела винаги по-ефективни начини за оценка на стопанската дейност. Редица изследователи обясняват еволюцията на корпоративното управление с разработването и практическото приложение на различни показатели на ефективност“ (Kasarova, 2009, p. 190)

В 20-те години на миналия век е разработен моделът “DuPont” за нуждите на едноименния концерн, който използва показателя за рентабилност на собствения капитал (Return on Equity – ROE). Впоследствие биват добавени и нови показатели, за да подобрят неговата ефективност.

Някои автори акцентират на приложимостта на системата и в съвременни условия при изследване на източниците за реализиране на рентабилността, както и за търсене детерминантите на нетната печалба на една акция (Tsonkova, 2014, p. 70, p. 91).

Други автори (Kasarova, 2009, p. 190) виждат непреходността на системата на DuPont в широкия му обхват на използване:

- *Специалисти по продажбите* – при проучване влиянието върху рентабилността на промяната на цените, намаляването на продажбите, навлизане на нови пазари, изменение на асортиментната структура и др.
- *Счетоводители и одитори* – при анализа на разходните статии в баланса и при търсене на пътища за намаляване на себестойността.
- *Финансови аналитици, мениджъри по производство и маркетинг* – при търсене на пътища за оптимизация на различни видове активи.
- *Финансов мениджър* – при сравнителен анализ на приложението на различни стратегии за финансиране в опит да се намери възможност за намаляване разходите по лихвените плащания, да се оцени степента на риск в случай на привличане на допълнителни външни източници на финансиране, необходими за повишаване рентабилността на собствения капитал.

Следователно, обединявайки различни източници на информация, системата “DuPont” носи редица ползи като рамка на анализа за оценка на финансовото състояние на компанията и може да се използва за диагностика на слабите места във функционирането на предприятието.

През 70-те години на XX в. капиталовият пазар отчита пик в развитието си и инвестиционната общност става свидетел на създаването на голям брой публични компании. Това става катализатор за нарастване на инвеститорския интерес и разширяване базата на заинтересованите лица към предприятията, успоредно с осигуряването на техните интереси. Тези събития налагат разработването на нови показатели, които да отразяват инвестиционната привлекателност на компаниите (Kasarova, 2009, p. 192). Фокусът от рентабилността е изместена върху анализа на пазарните съотношения, показващи, от една страна – доходността на една акция, а от друга – разпределението на акционерния капитал (Shirletov, 2008, p. 2).

Основните показатели, отчитащи пазарното представяне, са: *чиста печалба или доход на една акция (Earnings per Share – EPS)*; пазарните множители *цена/печалба на една акция (P/E ratio)*, *цена/ счетоводна стойност (P/B ratio)*, *цена/ продажби (P/S ratio)*; β -коефициентът на предприятията и пр.

През 80-те години се увеличава броят на международните компании, използват се нови финансови инструменти за тяхното управление, а бизнесът става социално и екологично ориентиран. Счетоводната отчетност и данъчните системи не са толкова гъвкави, за да отразяват всички нови методи и разходи, и това поражда субективно отразяване на стопанските операции и факти и дори манипулиране на финансовите отчети. Хвърлената сянка върху достоверността на счетоводните показатели рязко намалява доверието към печалбата като водещ показател за оценка на ефективността от стопанската дейност и предизвиква съмнение в полезността на стандартния аналитичен модел (Kasarova, 2008, p. 4).

По оценка на Willkie Farr & Gallagher през 1997 г. броят на американските компании, които се налага да коригират своите финансови отчети, е 116, в 2000 г. – 233, като броят им в следващите години ускорено расте (Antonets, 2002, pp. 28–29). Разразилите се счетоводни скандали, както и противоречието между инвестиционните кредитни рейтинги и последвалите фалити на множество компании, предшествали финансовата криза от 2009 г., показват устойчивостта на прилаганите практики.

Тази ситуация става причина за възникване и утвърждаване на ново направление във финансовия анализ, посветено на разпознаване на тревожните сигнали, които често се крият във финансовите отчети. Улавянето им дава възможност на инвеститорите да преценят дали финансовите отчети, които разглеждат, са действителни или са приказна измислица (Dzhaks'n S.U., 2004, pp. 26–27).

Това е началото на практическата реализация на новия подход за анализ на финансовите резултати и оценката на ефективността от стопанската дейност – стойностния (или финансовия) подход.

В развитите икономики началото на прилагане на стойностния подход е през 90-те години на миналия век. Този процес се съпътства от съревнование между консултантските фирми за разработване на различни измерители на резултатите от стопанската дейност и оценка на финансовото здраве. Дилемата е между използването на паричния поток и остатъчния доход. Този сблъсък е благотворен и води до възникване на нови стойностни показатели, оформящи новосъздадена метрика на ефективността.

Основните стойностни измерители, използвани с различни нюанси от консултантските компании, включват:

- 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*);
- парична възвращаемост на инвестициите (*CFROI – Cash Flow Return on Investment*) и др.

Еволюционният процес при разработване и приложение на отделните показатели за интегрална оценка на финансовото състояние на предприятието може да се илюстрира чрез разграничаване на отделните периоди, насоченост на показателите и основните източници на информация (Таблица 1.).

Таблица 1. Еволюция на показателите за анализ на ефективността и оценка на финансовото здраве на предприятията

Етапи в еволюцията	Показатели за ефективност от дейността	Информационен източник
20-те години на XX век	Рентабилност на собствения капитал (ROE по модела “DuPont”) и анализ чрез пирамида на единични финансови коефициенти	Финансови отчети
70-те години на XX век	Чиста печалба на една акция (EPS), Пазарни множители (P/E ratio, P/B ratio, P/S ratio и др.) β -коефициент	Финансови отчети, информация от фондовите борси и други регулирани пазари
80-те години на XX век	Паричен поток (CF), Стойност на компанията (V), Пазарна към балансова стойност на компанията (M/B)	Финансови отчети, информация от капиталовия пазар, управленска счетоводна отчетност, прогнози, планове, сценарии
90-те години на XX век и началото на XXI век	Показатели за добавена стойност – EVA, MVA, CVA, SVA. Парична възвращаемост на инвестициите (CFROI)	Финансови отчети, информация от капиталовия пазар, управленска счетоводна отчетност, прогнози, планове, сценарии

Източник: Таблицата е заимствана от Касърова, 2008, р. 6

Анализът на съвременната корпоративна среда води до заключението, че тя се характеризира със следните особености:

- високо ниво на бизнес риска, произтичащо от нарастваща конкуренция и динамиката на потребителските предпочитания;
- изменчивост в условията на финансиране, произтичащи от нестабилността на отделните сегменти на финансовите пазари, и по-конкретно пазарите на дълг и дялови инструменти;
- нарастване на изискванията на инвестиционната общност към представянето на нефинансова информация, отразяваща социални и екологични аспекти от функционирането на предприятията;
- отражение на широк кръг неикономически фактори върху финансовата стабилност и ефективност на предприятието. Тук може да отнесем влиянието на здравната криза COVID-19 върху различни аспекти от социално-икономическата действителност, в това число влияещи върху финансовото здраве на предприятието.

Турбулентната конюнктура изисква отчитане интересите на широк кръг заинтересовани лица и прилагането на специфичен инструментариум при корпоративното управление. Адекватна основа е стойностният подход, оценяващ ефективността от използването на всички ресурси на предприятието, при извършване на финансов анализ. Ключ към разбирането на това са (по Hristov, 2005, pp. 66–68):

- оценка на резултата на предприятието от гледна точка на алтернативните издръжки – полза или печалба, пропусната от алтернативни варианти на капитални вложения поради ограниченост на ресурсите на предприятието;

- използване на нетрадиционен показател за оценка на резултатите от стопанската дейност като минимално ниво на доходност на инвестициите (барьерна норма на доходност), което мениджърите трябва да осигурят. Определянето му изисква анализ на информацията за състоянието на капиталовия пазар и за структурата на капитала в предприятието;

- фокусиране на модела върху способността на предприятието да генерира парични потоци;
- фокусиране на модела върху стойността на предприятието.

В специализираната литература, в това число и от български автори, се изтъква значението на отчитането на изискванията на инвеститорите за провеждане на ефективен финансов анализ. По-важните особености при провеждане анализа на стойността могат да се систематизират в следните насоки (Kasarova, 2005, p. 11):

Първо, необходим е задълбочен анализ на пазара и по-конкретно – прогнозни парични потоци, необходимост от инвестиции, в това число, свързани с научната и развойната дейност (R&D), пазарен дял, клиенти, необходимост от разработване на нови продукти, притежавани патенти, качество на персонала и мениджмънта и др.

Второ, изясняване на връзката между стратегията и финансовите данни. Следва да се изясни какво следва да направи предприятието, за да запази своята конкурентоспособност и на тази, въз основа на която да оценят перспективите му.

Трето, да се разработи повече прогнозна финансова информация за предприятието при отработване на различни сценарии за обкръжаващата действителност. От съществено значение е доколко предприятието ще е конкурентоспособно спрямо другите сродни предприятия в бъдеще, отколкото от това как са се увеличили настоящите приходи на дружеството спрямо минали отчетни периоди. Оттук следва, че съществено място в анализа следва да се отдаде на паричните потоци, насочени към научна и развойна дейност, както и на инвестициите в нови продукти и услуги.

Четвърто, необходимо е да се търси прозрачност в комуникацията със заинтересованите лица като гарант за бъдещо доверие и лоялност. Корпоративните мениджъри трябва да са открити спрямо инвеститорите, клиентите и пр., дори и при финансови неблагоприятия, за да се поддържа в дългосрочен аспект стабилността на предприятието. Следва да се посочи и ролята на директора за връзки с инвеститорите и разнообразните начини за електронно представяне на информацията.

Пето, набавяне на информация от различни източници за състоянието на конкуренти, клиенти, доставчици.

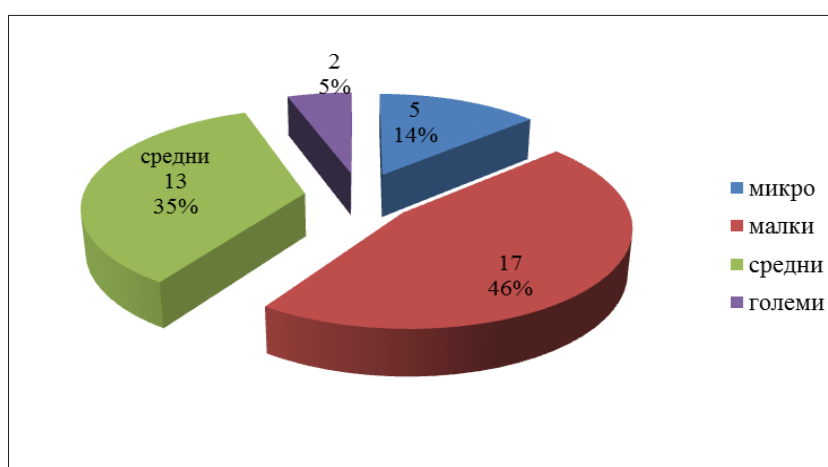
Въвеждането на нова финансова методология и метрика в корпоративното управление на българския бизнес трябва да се съобрази с особеностите в дейността на предприятията и специфичните им проблеми. Развитието на българските компании все още е в начален стадий. Концепцията за управление на стойността е сериозно предизвикателство към финансовите мениджъри особено на формиращите се капиталови пазари. Тя променя досегашните стереотипи на финансовия анализ и диагностика, както и технологията за подготовка на стратегически решения. Приложението ѝ до голяма степен зависи от информираността на мениджърите, както и от новаторския им дух да изградят нова корпоративна култура, неизменен елемент на която се явява управлението на стойността.

За да се оценят познанията и готовността на българските предприятия за прилагането на иновативни техники за финансов анализ, е проведено онлайн проучване. Формирана е целева извадка от предприятия от цялата страна, на чиито ръководители е изпратен линк към онлайн въпросник. Получените обратно отговори са 37, като те са от предприятия, работещи в сферата на леката промишленост, търговията на едро и дребно, както и сферата на услугите. Извършеното проучване не претендира за представителност по смисъла на статистическите правила за излъчване на случайна извадка, но то отразява в значителна степен нагласите на собствениците и мениджърите по отношение на финансовото управление на предприятията в България. Основание за това ни дава обстоятелството, че в извадката са включени предприятия с разнообразен предмет на дейност, с различен мащаб и извършващи бизнес в различни области на страната.

Въпросникът съдържа следните основни въпроси:

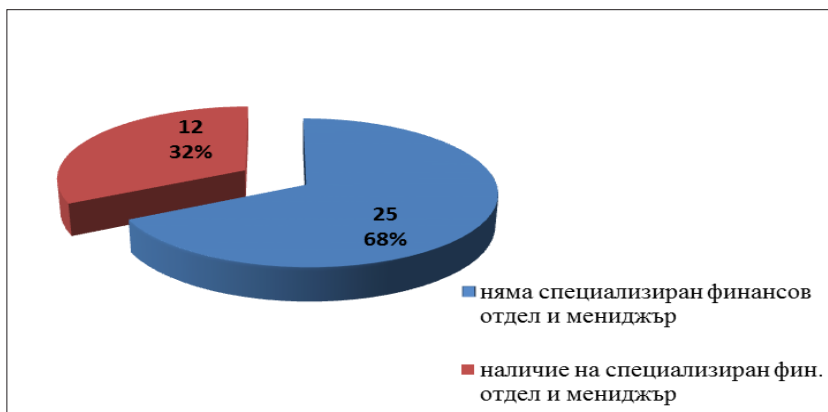
1. Каква е категорията на управляваното от Вас предприятие съгласно класификацията в Закона за счетоводството – микро, малко, средно или голямо?
2. Съществува ли специализиран финансов отдел и съответно финансов мениджър във Вашето предприятие?
3. Необходимо ли е извършването на финансов анализ на дейността на предприятието?
4. Във Вашето предприятие извършва ли се финансов анализ по определени абсолютни и относителни показатели?
5. Използвате ли някои от интегралните показатели на финансовия анализ за оценка на финансовото състояние на предприятието?

Разпределението на получените резултати по първия въпрос е показано на фигура 1. Приблизително 95% от включените в извадката предприятия са в обхвата на малките и средните, което се доближава до разпределението на предприятията в България.



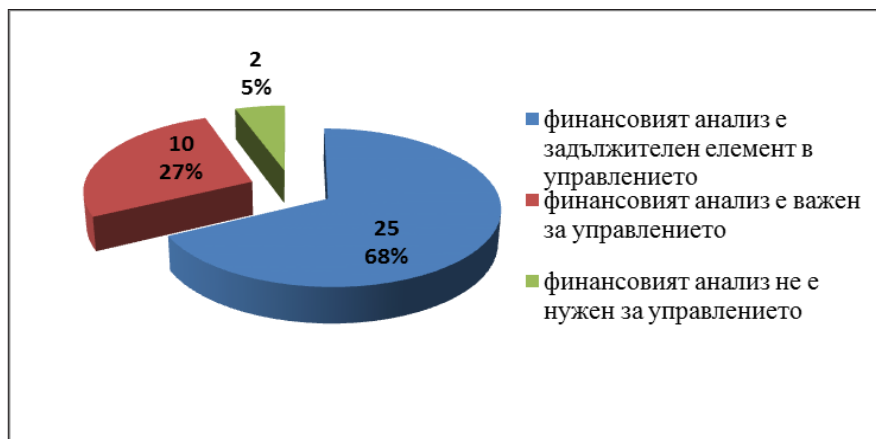
Фиг. 1. Разпределение на предприятията, включени в извадката по категории

По отношение на втория въпрос обобщаването и анализът на резултатите показват, че в 68% от предприятията липсва специализиран финансов отдел, както и финансов мениджър, а финансовите решения се разпределят между управителя и съставителя на финансовите отчети (фигура 2.). При всички микропредприятия, включени в извадката, тези отговорности се поемат изцяло от собственика и неговия предприемачески усет. Установява се също така нарастване нуждата от финансови специалисти и финансов мениджър с нарастването на мащабите на предприятието.



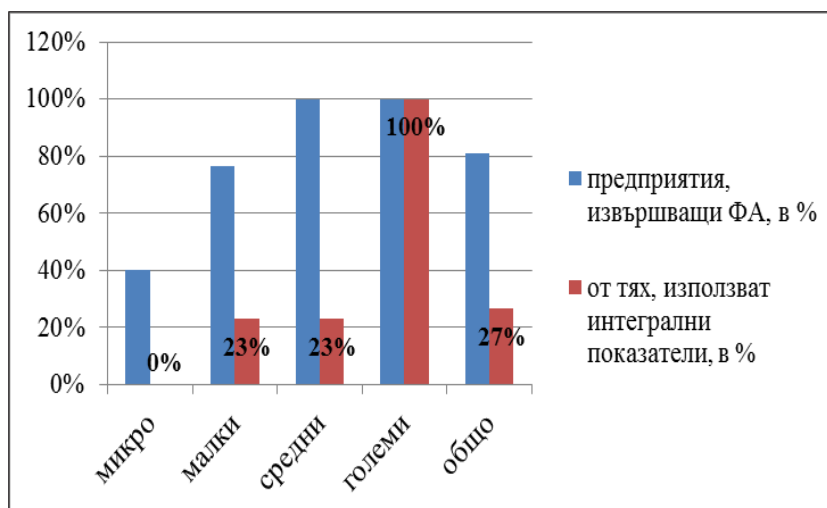
Фиг. 2. Разпределение на предприятията според наличието на специализиран финансов отдел и финансов мениджър

В значителната си част респондентите считат, че финансовият анализ е задължителен елемент за управлението на предприятието (68%). Само двама от мениджърите в извадката считат финансовия анализ за безполезен инструмент (фигура 3.). Показателен е фактът, че попадащите в тази група са микропредприятия, в които вземащите финансови решения, т.е. собствениците, не притежават специализирани познания по финансов анализ.



Фиг. 3. Разпределение на предприятията според отговора на мениджъра за необходимостта от финансов анализ

Сърцевината на направеното изследване се съдържа в анализа на отговорите на четвърти и пети въпрос. Анализът на данните, представени на фигура 4., показва, че във всички средни и големи предприятия се извършва финансов анализ, както и в значителна част от малките и в някои микропредприятия. В същото време обаче някои от интегралните показатели на финансовия анализ се прилагат в малка част от предприятията – около четвърт от включените в извадката.



Фиг. 4. Разпределение на предприятията според подхода при извършване на финансов анализ

При провеждане на фокусирано интервю техните мениджъри споделят, че основната причина за неизползваните възможности на финансовия анализ е липсата на достатъчно подготвени специалисти. Интересно е да се отбележи, че всички респонденти на предприятията, прилагащи различни аспекти от финансовия анализ, споделят необходимостта от интегриране на максимален брой детерминанти при изследване на финансовото състояние на предприятието. Предприятията, прилагащи интегрални показатели за финансов анализ, използват в това число и стойностния

подход и споделят неговата полезност за оценка на финансовото здраве на компанията и възможностите ѝ за оцеляване.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Динамичната социално-икономическа конюнктура, постоянното навлизане на иновации, разширяването на бизнеса в онлайн среда, както и многостранните зависимости на предприятията очертават стойностния подход като необходимост за корпоративното управление. Този специфичен инструментариум на финансовия анализ е познат в деловите практики вече повече от 20 години, но все още са малко мениджърите на предприятия в България, които го познават и използват неговите възможности.

Според някои изследователи у нас измерването на ефективността на дейността чрез метриката на икономическата добавена стойност, както и тестването на чувствителността ѝ към ключовите показатели на ефективност е само първата крачка от този процес. Необходима е промяна в корпоративното управление, базиращо се на традиционните счетоводни показатели, които не отчитат реално стойността за инвеститорите и са в услуга по-скоро на мениджмънта (Dimitrova, 2008, pp. 17–18). Прилагането на стойностния подход в българските предприятия би следвало да балансира интересите на отделните стейкхолдери и да постави акцента върху реалното създаване на стойност.

Проведената анкета в българските предприятия показва липсата на познания и компетенции при прилагането на новите техники на финансов анализ. Изходът от тази ситуация е както в повишаване квалификацията на действащите мениджъри, така и в подготовката чрез системата на висшето икономическо образование на VBM мениджъри. Това доказва опитът на компаниите, успешно внедрили новата парадигма (Myers, 1997, pp. 45–51). Повечето собственици на български компании не отчитат важното обстоятелство, че съвременната реалност налага влагането на средства в продължаващи обучения на персонала, което допринася за по-високата стойност на компанията. Старите методи на управление все още залагат на фокусирането върху финансовия ресурс и количествения подход, а не към отчитането на нефинансовите детерминанти, интегрирането им във финансовия анализ и оценката на създадената добавена стойност от предприятието.

REFERENCES

- Antonets O. (2002).** Scandal in the corporate family. Sp. Director-Info, <http://www.director-info.ru/article.aspx?id=13145&iid=522>
- Dimitrova, R. (2009).** The role of key performance indicators for creating value in the company, New Bulgarian University, Sofia. (in Bulgarian)
- Dzhaks'n S. U. (2004).** Cited. p. 15; Bryukhanov M. Manipulation of Investor Opinion through financial reporting. Sp. Securities market, No. 22; <http://www.rcb.ru/archive/pdf/2004/22/bruh.pdf>
- Kaplan, R., Norton, D. (2004).** Measuring the strategic readiness of intangible assets, Harvard business review February
- Martin J. D., Petty W. (2000).** Value Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution. Oxford University Press, Inc.
- Myers, R. (1997).** Measure for measure. CFO. Magazine 1
- Kasarova, V. (2008).** Value management – a new management concept. Financial innovation – research and practice. NBU (in Bulgarian)
- Kasarova, V. (2009).** Financial analysis in the context of value management of the company. Financial solutions: research and practices. NBU (in Bulgarian)
- Kasarova, V.** Diagnosis of financial condition of the enterprise (manuscript deposited in the Central Depository – 37Nd374 / 2005) Sofia, December 2005. (in Bulgarian)
- Kasarova, V. n.a.** The Financial aspect of the new paradigm in the corporate management. New Bulgarian University (in Bulgarian)
- Stern Stewart & Co – “ABC. (1999).** The balanced scorecard and EVA®, Evaluation, vol. 1, iss. 2.

Shirletov A., n.a, Cash Value Added – effective approach for measuring financial results,https://cio.bg/management/2008/05/12/3450692_cash_value_added_efektiven_podhod_za_izmervane_na/(in Bulgarian).

Tsonkova, V. (2014). *Corporate financial analysis. Theory, methodology, practice*, Astarta, Plovdiv. (in Bulgarian)

Tsonkova, V. (2019). *Aspects of the financial analysis and valuation of the enterprises*. Astarta, Plovdiv. (in Bulgarian)

Hristov, R. (2005). “EVA as a tool for managing company results”, Manager magazine, issue. 7 (in Bulgarian)

За контакти:

Лора Тодорова

хоноруван преподавател, докторант

Служебен адрес: ВТУ „Св. св Кирил и Методий“, Стопански факултет

Ел. поща: lora_dimitrova_todorova@abv.bg
