

Доц. д-р Димитър Ненков*

ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ ЗА СЪЗДАВАНЕТО НА СТОЙНОСТ В КОМПАНИИТЕ

Направено е въведение в проблематиката на един специфичен и важен аспект във финансовото управление на компаниите на сегашния етап – процеса на създаване на стойност. В контекста на този процес трябва да се оценяват както вземаните в компаниите инвестиционни и финансиращи решения, така и изпълняваните политики и стратегии. Изследването е съсредоточено върху степента на създаване на стойност от компаниите на международните капиталови пазари през годините след глобалната финансова криза. Във връзка с тоава е анализирана, от една страна, динамиката в основните показатели за възвръщаемост на капитала, а от друга – динамиката в цената на капитала. На тази база е изследван процесът на създаване на икономическа добавена стойност (EVA) в компаниите в условията на стагнация на повечето капиталови пазари.¹

JEL: G11; G15; G31

Ключови думи: икономическа добавена стойност (EVA); възвръщаемост на собствения капитал (ROE); цена на собствения капитал; възвръщаемост на инвестирания капитал (ROIC); среднопретеглена цена на капитала (WACC)

Едно от основополагащите допускания в областта на корпоративните финанси е, че крайната цел на функциониране на компаниите е максимизирането на стойността за техните собственици. Бригам и Гапенски например определят за основна цел на управлението „максимизиране на богатството на акционерите, което означава максимизиране на цената на обикновените акции на фирмата” (Brigham, Gapenski, 1994). Според Копланд, Колер и Мърин „компаниите процъфтяват, когато създават реална икономическа стойност за своите акционери” (Copeland, Koller, Murrin, 2000). Подобни са разбиранията и на редица други автори (вж. Pinches, 1987; Gitman, 1991).

В днешно време почти всички главни мениджъри и директори на публично притежавани компании признават, че увеличаването на стойността за акционерите е важна корпоративна цел. Те обаче се сблъскват с редица конкуриращи се

* УНСС, катедра „Финанси”, dnenkov@unwe.eu

¹ Assoc. Prof. Dimitar Nenkov, PhD. FINANCIAL MANAGEMENT OF CREATING VALUE IN COMPANIES. *Summary:* This article is an introduction to a specific and important aspect of the financial management of companies nowadays. This is the value creation process. The investment and financing decisions, as well as the corporate policies and strategies, should be assessed within this context. The focus of this research is on the extent of value creation by companies on international capital markets, mainly during the years after the global financial crisis. The study includes analysis of the dynamics of the main indicators of return on capital, as well as the dynamics of the cost of capital. The process of creation of Economic Value Added (EVA) in companies, in the conditions of stagnation on most capital markets, is studied on this basis. *Keywords:* Economic Value Added (EVA); Return on Equity (ROE); Cost of Equity; Return on Invested Capital (ROIC); Weighted Average Cost of Capital (WACC).

приоритети, вкл. и ползваните от тях финансови измерители като растеж на печалбата и възвръщаемост на инвестициите. Други конкуриращи се по важност цели са глобалната ценова конкурентоспособност и лидерството в пазарните дялове, както и благополучието на работещите в компаниите и на общностите около териториите, на които те действат.

Една от продължаващите дискусии е дали водещо трябва да е максимизирането на *стойността за акционерите (shareholders)* или на *стойността за всички основни заинтересувани страни (stakeholders)*, в т.ч. акционери, работещи във фирмата, общностите по местата, където функционира компанията, клиентите и др. Във връзка с това се очертават два модела на поведение – т.нар. англосаксонски (САЩ, Великобритания и др.) и европейски. Първите поддържат разбирането, че най-важно е повишаването на стойността за собствениците, а вторите – че акцентът трябва да е върху нарастването на стойността за всички пряко заинтересувани страни.

Важността на увеличаването на стойността за собствениците има своето обяснение в икономическата теория за това как хората избират между потребление и инвестиции (вж. Pinches, 1987). За акционерите предоставянето на капитал на фирмата посредством закупуването на нейни обикновени акции представлява финансова инвестиция, което означава отлагане на сегашно потребление срещу някакъв бъдещ ефект. В случая е напълно ясно, че при подобна финансова инвестиция не става дума за някакъв друг ефект освен реализирането на определена допълнителна стойност в бъдеще. Трудно може да бъде намерен друг логичен мотив за тези акционери да се лишат от сегашно потребление. Следователно акционерите очакват и изискват от ръководствата на компаниите преди всичко, ако не и единствено, *увеличаване на стойността на тяхната собственост в тези компании*. Всички останали достижения като *пазарен дял, максимизиране на печалбата, лидерство, задоволяване на клиентите, модерни предприятия и др.* сами по себе си много трудно биха могли да мотивират акционерите да жертват сегашното си потребление. Следователно изброените достижения на компаниите са просто *предпоставки, средства* за увеличаване на стойността на собствения капитал в интерес на акционерите.

Във връзка с това е важно да не се смесва максимизирането на стойността с най-близките по смисъл измерители на резултатите от функционирането на компанията като растеж на печалбата и възвръщаемост на инвестициите. Както ще стане ясно по-нататък в изследването, максимизирането на последните е само *предпоставка*, т.е. необходимо, но недостатъчно условие за максимизирането на стойността за собствениците.

Стойността за собствениците намира своето външно проявление в пазарната цена на акциите на фирмата или на собствения капитал. С други думи, най-добрият индикатор за постигане на основната цел на компаниите е нарастването на цените на техните акции. Известно е също, че е нормално цената временно да се отклонява под и над вътрешноприсъщата стойност под въздействието на търсенето и предлагането и други фактори. Ето защо е важно да се има предвид,

че основната цел на компаниите засяга трайното, устойчивото нарастване на вътрешноприсъщата им стойност, а не едно или друго краткотрайно, конюнктурно максимизиране на цената за сметка на бъдещи негативни ефекти. Последното е често срещано явление и обикновено се инициира от мениджмънта, тъй като сред основните показатели за оценка на тяхната работа неизменно присъства посоченият индикатор – нарастването на цената на акциите.

Въпросите за създаването на допълнителна стойност за акционерите имат отношение към различни аспекти на финансовото управление на компаниите, в т.ч.:

- оценката и подбор на инвестиции в нови финансови и реални активи;
- анализа на финансовите резултати от текущата дейност;
- избора на финансираща стратегия (в по-общ план), както и на конкретна капиталова структура за съответния период;
- дивидентната политика;
- разработването, оценката и реализацията на алтернативни стратегии за растеж на компанията.

Икономическата добавена стойност като ключов показател в съвременния финансов анализ

След като мнозинството мениджъри и инвеститори приемат максимизирането на стойността на компаниите за водеща цел на тяхното функциониране, естествено е във финансовия анализ на преден план да излязат показатели, които оценяват процеса на създаване на стойност. Това поражда и сравнително новата управленска концепция, известна като *управление, основано на стойността* (*Value Based Management – VBM*). Въпросът за необходимостта от подобни нови измерители на резултатите от стопанската дейност се поставя още през 80-те години на миналия век (вж. Касърова, Димитрова, 2008). В практиката на развитите капиталови пазари обаче VBM-подходът започва да се възприема по-сериозно през 90-те години, а на формиращите се капиталови пазари този подход навлиза по-широко едва на сегашния етап.

Едни от най-разпространените измерители на базирания на стойността финансов анализ са:

- парична добавена стойност (*Cash Value Added – CVA*);
- акционерна добавена стойност (*Shareholder Value Added – SVA*);
- парична възвръщаемост на инвестициите (*Cash Flow Return on Investment – CFROI*);
- икономическа добавена стойност (*Economic Value Added – EVA*);
- пазарна добавена стойност (*Market Value Added – MVA*).

Според Касърова (2008) VBM-моделите, респ. показателите, се разделят в две групи. В основата на *първата група* е заложена идеята, че стойността на компанията е равна на настоящата стойност на дисконтираните очаквани бъдещи

щи нетни парични потоци. На базата на паричните потоци са разработени различни модели и показатели, които измерват нарастването или намаляването на стойността на компанията през съответния период. Най-разпространени от тях са „акционерна добавена стойност“ (SVA), „парична добавена стойност“ (CVA) и „парична възвръщаемост на инвестициите“ (CFROI).

Втората група модели търси компромис между счетоводния и финансовия подход при анализа и оценката на компанията посредством корекции в инвестирания капитал (IC) и нетната оперативна печалба след данък (NOPAT или NOPLAT). Моделите се базират върху икономическата печалба, т.е. печалбата, която остава в предприятието, след като всички заинтересувани страни са компенсирани за своите усилия. Показателите в тази група са „икономическа добавена стойност“ (EVA) и „пазарна добавена стойност“ (MVA) (вж. Касърова, 2008).

Широкото използване на показателя „икономическа добавена стойност“ се обяснява с неговата простота и с възможността да се набира голяма част от необходимата информация от счетоводния отчет. Съществено значение има и агресивната маркетингова политика на създателите му от консултантската фирма „Stern Stewart & Co“, която регистрира EVA и като своя търговска марка (Касърова, 2008).

Изясняването на въпроса колко струва една компания изисква по-обстоятелствен анализ на самия процес на създаване на стойност, която от своя страна е функция на *три фундаментални величини* (Damodaran, 2002):

- потенциала ѝ да генерира доход (парични потоци);
- очаквания темп на нарастване на доходите (паричните потоци);
- степента на риска.

Поради своето значение за стойността трите фундаментални променливи са известни още под наименованието „*движещи сили на стойността*“ (*value drivers*) (Koller, Goedhart, Wessels, 2015).

Подходящи индикатори на тези величини на ниво собствен капитал са съответно (Nenkov, Bathala, 2008):

- възвръщаемостта на собствения капитал – ROE ;
- очакваният темп на нарастване на нетната печалба на една акция (EPS) – g .
- цената на собствения капитал – R_E .

Аналогичните индикатори на равнище цяло предприятие, т.е. на ниво общо инвестиран капитал, са съответно (Ненков, 2008):

- възвръщаемостта на инвестирания капитал – $ROIC$ (или ROC);
- очакваният темп на нарастване на нетната оперативна печалба (NOPLAT) – g .
- среднопретеглената цена на капитала – $WACC$.

Основно предимство на EVA като показател на съвременния базиран на стойността финансов анализ на компаниите е, че тя се изчислява именно като

функция на *фундаменталните величини*, представени чрез посочените им индикатори. Със същото значение доста често се използва и терминът „икономическа печалба“ (*Economic Profit – EP*) (вж. Koller, Goedhart, Wessels, 2015), макар че някои анализатори правят известна разлика между двата показателя. Пабло Фернандес например нарича „икономическа печалба“ икономическата добавена стойност, която се изчислява на базата на показатели на ниво собствен капитал: *ROE*, цената на собствения капитал – R_E , и счетоводната стойност на собствения капитал (Fernandez, 2015). По-нататък тук ще използваме равнозначно и двете наименования – „икономическа добавена стойност“ (*EVA*) и „икономическа печалба“ (*EP*), тъй като в действителност те се употребяват за обозначаване и измерване на едно и също нещо – *това е стойността, създавана в компанията за всеки отделен период (година)*. Тази стойност се определя по следния начин (Copeland, Koller, Murrin, 2000):

$$EP(EVA) = Invested\ Capital \times (ROIC - WACC), \text{ където:}$$

EP е икономическата печалба;

EVA – икономическата добавена стойност;

ROIC – нормата на възвръщаемост на общо инвестиция капитал (return on invested capital);

WACC – среднопретеглена цена на капитала.

С други думи, *икономическата печалба (икономическата добавена стойност)* е равна на *спреда* между нормата на възвръщаемост на инвестиция в началото на съответната година капитал (return on invested capital – *ROIC*) и среднопретеглената цена на капитала (*WACC*), умножен по размера на инвестиция капитал. Например, ако компанията е инвестирала 10 млн. лв., *ROIC* е 14%, а *WACC* е 11%, икономическата добавена стойност за годината ще е:

$$EP(EVA) = 10\ 000\ 000 \times (0.14 - 0.11) = 300\ 000 \text{ лв.}$$

От формулата се вижда, че икономическата печалба на практика трансформира в левово изражение ефекта от действието на *движещите сили на стойността*: (1) *нормата на възвръщаемост на инвестиция капитал (ROIC)*, (2) *изискваната норма на възвръщаемост* и (3) *темпа на растеж на печалбата (NOPLAT)*. Макар и да не се вижда директно, темпът на растеж присъства имплицитно във формулата, понеже е пряка функция на *ROIC* и нормата на реинвестиране на печалбата. Изискваната норма на възвръщаемост от капитала на фирмата намира израз в среднопретеглената цена на капитала (*WACC*). Абсолютният размер на икономическата печалба от своя страна е пряко зависим от този на инвестиция капитал (от размера на компанията).

Алтернативен начин за определяне на икономическата печалба е като разлика между *нетната оперативна печалба (net operating profit less adjusted taxes – NOPLAT)* и разходите за ползвания капитал, т.е. за финансиране (вж. Copeland, Koller, Murrin, 2000; Reilly, Brown, 2003):

$$EP(EVA) = NOPLAT - \text{Разходи за капитала} = \\ = NOPLAT - (\text{Инвестиран капитал} \times WACC), \text{ където:}$$

EP е икономическата печалба;

EVA – икономическата добавена стойност;

NOPLAT – нетната оперативна печалба след данък,

WACC – среднопретеглена цена на капитала.

Алтернативният начин за определяне на икономическата печалба води до същия резултат:

$$EP(EVA) = 1\,400\,000 - (10\,000\,000 \times 0.11) = \\ = 1\,400\,000 - 1\,100\,000 = 300\,000 \text{ лв.}$$

Този начин на изчисляване подсказва, че по своята същност икономическата печалба е подобна на счетоводната нетна печалба, но при първата съвсем явно се показват и приспадат *всички разходи* за ползвания от компанията капитал – в този случай 1 100 000 лв., а не само лихвите по нейния дълг.

При така зададената в примера цена на капитала минимално необходимата годишна нетна оперативна печалба, която би удовлетворила инвеститорите, е 1 100 000 лв. Това е общата цена за предоставения от тях капитал. Същевременно компанията реализира годишна нетна оперативна печалба в размер на 1 400 000 лв., т.е. с 300 хил. лв. повече от изискванията на инвеститорите.

По същите два начина се изчислява и *EVA на ниво собствен капитал (equity EVA)*, т.е. тази, която Фернандес нарича „икономическа печалба“ (*EP*). Различни са обаче входящите променливи: *нетна печалба (NI)*, *разходи за собствен капитал*, *счетоводна стойност на собствения капитал (E)*, *цена на собствения капитал (R_E)* и *възвръщаемост на собствения капитал (ROE)*.

Икономическата добавена стойност в контекста на моделите за определяне на стойността на компаниите

Обстоятелството, че преобладаващата част от мениджърите признават максимизирането на стойността за най-важна цел, съвсем не означава, че вземаните от тях решения винаги водят до нарастване на стойността на компаниите. Това нерядко се установява в процеса на оценка на компанията общо, на собствения ѝ капитал или на една акция. Различните методи и модели за оценка на компаниите могат да се групират в три основни подхода: *подход на базата на активите*, *подход на базата на доходите* и *подход на пазарните сравнения* (Ненков, 2005). Както беше посочено, активите на компанията са носител на нейната стойност. Но в същото време *източник на стойността* на самите ѝ активи са *очакваните бъдещи доходи* (нетни парични потоци) от тяхното използване. Точно в тази насока би трябвало да се търси и потенциалът за увеличаване на стойността. Във връзка с това като особено подходящи се очертават методите и моделите от втория подход за оценка – *на базата на доходите*, понеже те са директно насочени към източниците на стойност на активите.

Основният метод от този подход е *методът на дисконтираните парични потоци (DCF)*. Когато става въпрос за оценка на действащи предприятия, използването му е относително по-сложно. Това предопределя и наличието на значителен брой различни модели за неговото конкретно приложение. Най-известните от тях са:

- Модел на настоящата стойност на дивидентите (или на дисконтираните дивиденди) – DDM (Reilly, Brown, 2003);
- DCF-модел за оценка на собствения капитал (или настояща стойност на собствения капитал) (Reilly, Brown, 2003);
- Модел на коригираната настояща стойност – APV (Damodaran, 2002);
- DCF-модел за оценка на цели предприятия (Reilly, Brown, 2003);
- Модел на икономическата печалба (или икономическата добавена стойност) (CS First Boston, 1996).

Първите два модела се базират на *нетните парични потоци за обикновените акционери и целят директно определяне на стойността на собствения капитал посредством дисконтирането на нетните парични потоци за акционерите с изискваната норма на възвръщаемост от собствения капитал*. Другите три модела са насочени първоначално към определяне на стойността на компанията общо, т.е. на нейните активи. В този случай интерес представлява *моделът на икономическата печалба (EP)*, който е особено подходящ за изследване на финансовите резултати от гледна точка на създаването на стойност.

Същност на модела на икономическата печалба

Както подсказва самото му наименование, моделът се основава на концепцията за *икономическа печалба* (economic profit – EP). Разбираемо той се нарича и „*модел на икономическата добавена стойност*“ (вж. CS First Boston, 1996). Съгласно този модел оперативната стойност на компанията е равна на размера на инвестирания капитал плюс премия (или отбив), равна на настоящата стойност на създаваната всяка година *икономическа печалба* (вж. Koller, Goedhart, Wessels, 2015), т.е.:

$$\text{Оперативна стойност на компанията} = \text{Инвестиран капитал} + \text{Настояща стойност на прогнозираната икономическа печалба по години}$$

В представения пример изчислената годишна икономическа печалба възлиза на 300 хил. лв. Следователно стойността на компанията трябва да е равна на 10 млн. лв. (размера на инвестирания капитал по време на оценката) плюс настоящата стойност на прогнозираната икономическа печалба за всяка година. Да приемем, че годишната икономическа печалба от 300 хил. лв. ще се запази за неограничено дълъг период. Това дава възможност да се изчисли *настоящата стойност (present value – PV)* на икономическата печалба (EP) посредством модела на перпетуитета:

$$PV \text{ на EP} = \frac{EP}{WACC} = \frac{300\,000}{0.11} = 2\,722\,720 \text{ лв.}$$

В този случай оперативната стойност на компанията би трябвало да е:

$$\begin{aligned} \text{Оперативна стойност} &= \text{Инвестиран капитал} + PV \text{ на } EP \\ &= 10\,000\,000 + 2\,722\,720 \text{ лева} = 12\,722\,720 \text{ лв.} \end{aligned}$$

В подобна ситуация може да се каже, че избраната и прилагана от мениджмънта комбинация от инвестиционни и финансиращи решения се е оказала успешна от гледна точка на увеличаването на стойността на компанията.

Според логиката на модела на икономическата печалба, ако дадена компания ежегодно реализира норма на възвръщаемост (ROIC), абсолютно равна на цената на капитала (WACC), тогава дисконтираната стойност на прогнозираните свободни парични потоци за инвеститорите трябва да е абсолютно равна на инвестирания от нея капитал. Това показва, че компанията струва точно толкова, колкото първоначално е инвестирала. Подобна ситуация означава, че реализираната от компанията нетна оперативна печалба (NOPLAT)² е абсолютно равна на разходите, които тя прави за ползвания от нея (т.е. инвестирания в нея) капитал. *С други думи, една компания ще струва повече или по-малко от инвестирания в нея капитал само доколкото, доколкото тя реализира норма на възвръщаемост, по-висока или по-ниска от средно-претеглената цена на капитала* (вж. Koller, Goedhart, Wessels, 2015).

Предимства на модела на икономическата печалба

Основното предимство на модела на икономическата печалба е, че той показва доколко компанията успява да покрива цената на ползвания от нея капитал. Този модел на практика може да се разглежда *едновременно като модел за оценка и за финансов анализ*. В условията на свободен пазар дейностите и отраслите с висока норма на възвръщаемост привличат инвеститори и капитали, като в резултат от това се редуцира такава висока норма на възвръщаемост. Същевременно капиталите напускат компаниите и дейностите, чиято норма е по-ниска от цената на капитала. Така вследствие на преливането на капитали и на конкуренцията индивидуалната норма на възвръщаемост на отделните компании има тенденцията с течение на времето да слиза или да нараства до цената на капитала. Само компании с трайни конкурентни предимства успяват да поддържат в продължение на дълги години норма на възвръщаемост, по-висока от цената на капитала. Подобни конкурентни предимства се обясняват с наличието на уникална комбинация от фактори, характерна само за съответната компания.

При коректното им прилагане DCF-моделът за оценка на цели предприятия и моделът на икономическата печалба водят до един и същ резултат. *Едно явно предимство на модела на икономическата печалба пред DCF-модела е, че EP е много полезен измерител на създаваната от компанията*

² За нетната оперативна печалба могат да се използват и други аббревиатури, например NOP (net operating profit) и NOPAT (net operating profit after taxes).

стойност за всяка отделна година. Същото не може да се каже за свободните парични потоци за инвеститорите (FCFI), на които се основава другият модел за оценка. Доколкото FCFI са разлика между NOPLAT и нетните инвестиции, те не предоставят никаква особено полезна информация относно финансовия резултат на компанията. Например трудно може да се получи обективна преценка за достиженията на компанията посредством сравняване на фактическите и прогнозираните свободни парични потоци. Причината е, че FCFI за всяка година се предопределя в решаваща степен от размера на инвестициите в дълготрайни активи и оперативен оборотен капитал през същата година. Мениджмънтът на компанията много лесно може да „подобри“ свободния паричен поток за дадена година за сметка на създаването на стойност в дългосрочен план просто като забавя инвестициите.

Друг важен момент е, че на базата на FCFI не може да се търси съпоставимост между различните компании. Точно обратното е характерно за икономическата добавена стойност. Спредът (ROIC–WACC) като неин компонент е важен обективен показател, даващ възможност за сравняване на финансовите резултати на най-различни по вид компании. Освен всичко това икономическата печалба обяснява по-добре корелацията между т. нар. *пазарна добавена стойност (market value added)* (вж. Reilly, Brown, 2003) и други показатели като възвръщаемост на собствения капитал, увеличаване на паричните потоци, повишаване на нетния доход на една акция, нарастване на дивидентите. В случая добавената пазарна стойност се определя като разликата между пазарната стойност на компанията и нейния инвестиран капитал (CS First Boston, 1996). Следователно положителната пазарна добавена стойност предполага, че пазарът (инвеститорите) очаква от компанията да реализира норма на възвръщаемост, по-висока от цената на капитала.

Моделът на икономическата печалба (икономическата добавена стойност) представя нагледно подобряващите се или влошаващите се трендове за компанията, които все още не са се проявили в нетната оперативна печалба, нетната печалба за акционерите или в нетния доход на една акция. Проследявайки икономическата печалба и по-специално спреда (ROIC–WACC), може да се установи *доколко компанията създава или „изяжда“ стойност* през всяка отделна година. На базата на съпоставката между възвръщаемостта на новоинвестирания капитал и WACC по години може да се прогнозира развитието на бъдещия потенциал за създаване на стойност от страна на компанията.

Създаването на икономическа добавена стойност след глобалната финансова криза

Да се формулира, че максимизирането на стойността е водеща цел на компаниите, е лесно. Трудното остава за мениджмънта на компаниите, който трябва да осигури действителното създаване на стойност. Както беше посочено,

създаването на EVA изисква постигането на по-висока фактическа възвръщаемост на капитала, отколкото е неговата цена. Известно е също, че капиталите се изтеглят от бизнеси с недостатъчна възвръщаемост (по-ниска от цената на капитала) и се насочват към такива с потенциал за по-голяма (по-висока от цената на капитала). Така в резултат от свободното движение на капитали трябва да се достигне до максимално доближаване на фактическата средна норма на възвръщаемост на капитала и средната му цена в глобален план.

Изследване на Асуат Дамодаран на глобална извадка от 33 968 компании установява, че 58,8% от тях са разрушавали стойност през 2013 г., т.е. постигнали са възвръщаемост, която е по-ниска от тяхната цена на капитала. Тези, които са успявали да създават стойност, са 41,2%. В извадката са включени всички компании, за които е имало информация за ROC и WACC (Damodaran, 2014). Едно логично обяснение за преобладаването на фирмите, които разрушават стойност, е продължаващата за повечето икономики рецесия през 2013 г.

В табл. 1 са представени процентните стойности на създаваната EVA от американските публични компании за последните 9 години (2008-2016). За целта са показани изчислените стойности на някои от посочените индикатори на ниво собствен капитал (ROE и R_E) и на ниво цяло предприятие (ROC и $WACC$). Тези индикатори от своя страна са средни аритметични от стойностите за около 100 сектора в САЩ.

Таблица 1

Създавана EVA по години на американския капиталов пазар през периода 2008-2016 г.

Година	Брой компании	ROE , %	R_E , %	$EVA = (ROE - R_E)$, %	ROC , %	$WACC$, %	$EVA = (ROC - WACC)$, %
1	2	3	4	5	6	7	8
2008	6,753	14,71	9,36	5,35	14,04	7,70	6,34
2009	7,036	9,94	8,93	1,01	13,66	8,20	5,46
2010	5,857	8,65	8,72	-0,08	12,18	7,42	4,76
2011	5,891	11,44	8,81	2,63	12,21	7,59	4,62
2012	6,177	12,89	8,53	4,36	12,88	6,80	6,08
2013	7,766	15,68	8,07	7,60	6,52	6,94	-0,42
2014	7,887	14,49	8,29	6,20	7,36	5,87	1,49
2015	7,480	10,77	9,06	1,71	6,55	6,29	0,27
2016	7,330	10,38	8,15	2,23	6,10	5,75	0,36
Средна	6,909	12,10	8,66	3,45	10,17	6,95	3,22

Източник. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> [Accessed 14 April, 2017].

Икономическата добавена стойност по принцип е показател в абсолютно изражение. Създаваната EVA на ниво собствен капитал е равна на произведението на собствения капитал (по счетоводна стойност) и *спреда* между възвръщаемостта на собствения капитал и неговата цена. Съответно създаваната EVA на ниво цяло предприятие е равна на произведението на инвестирания капитал (по счетоводна стойност) и *спреда* между възвръщаемостта на инвестирания капитал и среднопретеглената цена на капитала (CS First Boston, 1996).

В случая обаче с цел по-добра съпоставимост показаната в колони 5 и 8 на табл. 1 EVA е в процентно изражение спрямо собствения капитал (в кол. 5) и спрямо инвестирания капитал (в кол. 8). С други думи, двата *спреда* ще се използват като нетипични измерители на EVA. От табл. 1 се вижда, че почти през целия период 2008-2016 г. икономическата добавена стойност е положителна. На ниво собствен капитал EVA възлиза средно на 3,45%, като варира от -0,08% през 2010 г. до +7,60% през 2013 г. На ниво инвестиран капитал създаваната EVA е средно 3,22%, като варира от -0,42% през 2013 г. до +6,34% през 2008 г. Трудно може да се установи някаква добре очертана тенденция през изследвания период. Все пак на ниво собствен капитал се наблюдава най-слабо създаване на EVA през първите години след началото на кризата – 2009 и 2010 г. Ниските резултати се възобновяват през последните две години, макар и положителни – съответно 1,71 и 2,23%. При EVA на ниво общо инвестиран капитал стойностите са добри през първата половина на периода, но са много ниски през последните четири години (2013-2016 г.).

В табл. 2, 3 и 4 е показано как стоят нещата със създаването на EVA на три други групи пазари: европейските развити капиталови пазари, формиращите се пазари и глобалния капиталов пазар. Разполагаемите данни за тези пазари са само за периода 2013-2016 г. и не изглеждат особено оптимистични по отношение на процеса на създаване на стойност.

Таблица 2

Създавана EVA на европейските развити капиталови пазари през периода 2013-2016 г.

Година	Брой компании	ROE, %	R_E , %	$EVA = (ROE - R_E)$, %	ROC, %	WACC, %	$EVA = (ROC - WACC)$, %
2013	6,073	8,27	9,73	-1,45	4,77	7,19	-2,43
2014	6,532	9,46	10,26	-0,80	4,87	6,09	-1,23
2015	6,568	6,83	9,95	-3,12	4,04	6,34	-2,31
2016	6,655	7,17	9,41	-2,24	4,32	6,12	-1,79
Средна	6,457	7,93	9,84	-1,90	4,50	6,44	-1,94

Източник. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> [Accessed 14 April, 2017].

Таблица 3

Създавана EVA на формиращите се капиталови пазари
през периода 2013-2016 г.

Година	Брой компании	ROE, %	R_E , %	$EVA = (ROE - R_E)$, %	ROC, %	WACC, %	$EVA = (ROC - WACC)$, %
2013	19,083	12,88	9,03	3,85	8,32	7,48	0,84
2014	19,929	12,20	10,48	1,72	7,05	8,02	-0,98
2015	19,896	10,16	11,77	-1,61	5,62	8,96	-3,34
2016	20,578	9,53	10,58	-1,04	5,48	8,05	-2,57
Средна	19,872	11,19	10,47	0,73	6,62	8,13	-1,51

Източник. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>, [Accessed 14 April, 2017].

Таблица 4

Създавана EVA на глобалния капиталов пазар
през периода 2013-2016 г.

Година	Брой компании	ROE, %	R_E , %	$EVA = (ROE - R_E)$, %	ROC, %	WACC, %	$EVA = (ROC - WACC)$, %
2013	40,906	11,34	9,56	1,78	5,82	7,72	-1,91
2014	42,410	11,42	9,87	1,56	5,93	6,94	-1,01
2015	41,889	8,89	10,64	-1,75	5,12	7,35	-2,23
2016	42,678	8,71	9,58	-0,87	5,23	6,75	-1,52
Средна	41,971	10,09	9,91	0,18	5,53	7,19	-1,67

Източник. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>, [Accessed 14 April, 2017].

Както се вижда от табл. 2, в европейските страни с развити капиталови пазари EVA е отрицателна през целия период, т.е. налице е разрушаване на стойност. Така средната EVA за периода на ниво собствен капитал е минус 1,90%, а на ниво инвестиран – минус 1,94%. Основната причина за това е значително по-ниската постигната норма на възвръщаемост на Европа в сравнение със САЩ както на база собствен, така и на база инвестиран капитал. Средният ROE на развита Европа е едва 7,93, срещу 12,10% за САЩ, а средният ROC е съответно 4,50, срещу 10,17%.

Положението на формиращите се капиталови пазари не е много по-различно по отношение на крайния резултат – създаване на EVA (вж. табл. 3). Средната EVA на ниво собствен капитал е 0,73%, а на ниво инвестиран – минус 1,51%. Средният ROE тук е доста по-висок, отколкото на европейските капиталови пазари – 11,19%, но се появява друг фактор с негативно въздействие. Това е по-високата цена на капитала на формиращите се капиталови пазари

поради по-значителния им риск. В случая средната (R_E) е 10,47% – по-висока с близо два процентни пункта, отколкото в САЩ, и над половин процентен пункт, отколкото в Европа. По подобен начин стоят нещата и със средно-претеглената цена на капитала (WACC) от 8,13%, което е основна причина за отрицателната EVA на ниво инвестиран капитал от минус 1,51%.

В действителност цената на собствения капитал на формиращите се капиталови пазари би трябвало да е още по-висока, отколкото в представените тук данни от уебсайта на проф. Дамодаран. Средната премия за странови риск на формиращи се капиталови пазари обикновено води до по-съществена разлика с развитите капиталови пазари. Например съгласно един от прилаганите подходи за изчисляване на цената на собствения капитал за различни държави от страна на *Goldman Sachs Asset Management* през 2013 г. получените стойности за развитите капиталови пазари са, както следва: САЩ 6,6%, Великобритания 7,5%, Западна Европа (без Великобритания) 7,4%, Япония 4,2%. Същевременно значително по-висока е получената цена на собствения капитал на формиращи се капиталови пазари за групата на страните, известни като БРИКс (BRICs) – 13,2% за Бразилия, 14,6% за Китай, 13,6% за Индия и 15,8% за Русия. Това се дължи не само на по-високата очаквана инфлация в тези държави, но и на по-голямата премия за риск, включваща и премия за странови риск (вж. O'Neill, 2013). Подобна би трябвало да е цената на капитала и на останалите формиращи се пазари, в т.ч. и България (Ненков, 2005). Според някои изследвания цената на собствения капитал средно за компаниите у нас трябва да е около 14-16% (Ненков, 2012).

В табл. 4 са инкорпорирани показателите на различните групи пазари, което води до стойности между тези на развитите и на формиращите капиталови пазари. Средният глобален ROE за периода е 10,09% при средна цена на собствения капитал от 9,91%. Това води до почти нулева EVA на ниво собствен капитал от 0,18%. Средният ROC съответно е 5,53% при значително по-висока цената на инвестирания капитал от 7,19%. Така се стига до разрушаване на EVA в глобален план от минус 1,67%. Тази стойност до голяма степен потвърждава и резултатите от цитираното изследване на Дамодаран за 2013 г. Близката до нула EVA в процентно изражение трябва да се приеме за нормална, предвид свободното движение на капитали в света, което води до приближаване на фактическата възвръщаемост на капитала до неговата цена, и обратно. Същевременно това, че резултатът е малко под, а не над нулата, отново би трябвало да се обясни с рецесията и скромните темпове на растеж през анализирания период.

*

През всеки период паралелно функционират и се конкурират в привличането на капитал десетки хиляди компании по света, като една част са успешни в създаването, а други – в разрушаването на стойност. Капиталът се движи в посока към първия вид компании за сметка на вторите. За форми-

ращите се капиталови пазари, в т.ч. българския, предизвикателството в това отношение е още по-голямо поради по-високата цена на капитала в очите на международния инвеститор.

Ключово за финансовите мениджъри на компаниите от държавите с формирани се капиталови пазари в борбата за привличане на капитали е доброто познаване и съобразяването с концепцията на икономическата добавена стойност. Необходимо е качеството на всяко инвестиционно и финансиращо решение да се оценява през призмата на приноса му за нарастване на стойността. Компаниите трябва да са в състояние да компенсират по-високата цена на капитала, като осигурят проекти с по-висока норма на възвръщаемост от тази на развитите капиталови пазари. За целта е необходимо страни като България да предложат други сериозни конкурентни предимства.

Използвана литература:

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

Касърова, В. (2008). Управление на стойността – нова управленска концепция. – В: Финансови иновации – изследвания и практики. С.: НБУ, с. 49-53.

Ненков, Д. (2005). Оценка на инвестициите в реални активи. С.: УИ „Стопанство”.

Ненков, Д. (2008). Оценка на инвестиционните и финансиращите решения в компаниите в контекста на създаването на стойност за собствениците. – Контролинг, бр. 3.

Ненков, Д. (2012). Проблеми на определяне премията за риск и цената на собствения капитал на развиващите се капиталови пазари. – ИДЕС, бр. 8, с. 56-72

Brigham, E. F., L. Gapenski (1994). Financial Management – Theory and Practice. The Dryden Press.

Copeland, T., T. Koller, J. Murrin (2000). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Weley & Sons.

Damodaran, A. (2002). Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Weley & Sons.

Damodaran, A. (2013). Equity Risk Premiums and Stocks: Bullish or Bearish Indicator. May 19, available at <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Accessed 21 May, 2013].

Damodaran, A. (2014). Price and Value: Discerning the Difference. May, available at <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Accessed 21 April, 2017].

Fernandez, P. (2015). Valuation and Common Sense (Ch. 34 - EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do NOT Measure Shareholder Value Creation), 5th ed., p. CH.34-8, <http://ssrn.com/abstract=2209089>

Gitman, L. J. (1991). Principles of Managerial Finance. New York: Harper Collins Publishers.

McTaggart, J. M., P. W. Kontes, M. C. Mankins (1994). The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns, New York, The Free Press.

Nenkov, D., C. Bathala (2008). Price-Earnings Ratios on the Bulgarian Capital Market: An Analytical Approach to Comparing Actual Vs. Fundamental P/E Ratios. – In: Globalization: Opportunities & Challenges. Delhi: Wisdom Publications, p. 347-366.

Koller, T., M. Goedhart, D. Wessels (2015). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 6th ed. New York: John Weley & Sons

O'Neill, J. (2013). Jim O'Neill's Final Presentation: Goldman Guru presents His View of the World through 2020, available at <http://www.businessinsider.com/jim-oneill-global-macro-outlook-2013-4?op=1> [Accessed 20 May, 2013].

Pinches, G. E. (1987). Essentials of Financial Management. New York: Harper & Row, Publishers.

Reilly, F. K., K. C. Brown (2003) Investment Analysis – Portfolio Management. Thomson Learning, USA.

CS First Boston. EVA Primer, February 20, 1996.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> [Accessed 20 April, 2017].

15.V.2017 г.