

---

## ДИНАМИКА НА БИЗНЕС СИСТЕМАТА

---

*Десислава КОСТОВА-ПИКЕТ\**

*This article will review the business system as a whole and will discuss key moving aspects of the financial mechanism and planning. We will show clearly the movement of business systems by focusing on the idea of leverage – What is the impact of the financial management decisions and development. After explain these ideas we clearly show and explain the planning of integrated financial growth, which will analyze the financial clash changes in the policy of investment and financial processes. This integrated view of financial analysis will allow us to visualize the process throughout the business system and to apprehend and understand the idea of continuous growth.*

### ЛИВЪРИДЖ

Ливъридж, както вече споменахме, е приемливото условие да имаме устойчив елемент на ценова поддръжка в широк обсег на пазарните нива. Оперативен ливъридж означава, че съществуващи вече цени са фиксирани за широк диапазон на работния обем. В резултат печалбите се повишават или намаляват повече от пропорционално поради промени в капацитета. По същия начин финансов ливъридж възниква, когато капиталовата структура на фирмата съдържа облигации с фиксирани нива на лихвения процент. Ефектът на това условие е подобен на примера при оперативния ливъридж и отново приходите от лихвата се увеличават или намаляват повече от пропорционално с колебанията на работния обем. В основата си оперативният и финансовият ливъридж са едно и също.

Съществуват обаче разлики във включените специфични елементи и в методите на калкулиране на всеки тип средства. И двата типа средства – и финансовият и оперативният ливъридж, могат да присъстват във всеки бизнес и съответното им въздействие върху нетната печалба ще следва тенденция на взаимно подсилване.

---

\* Авторът е доцент, доктор, Калифорнийски университет – САЩ.

## ОПЕРАТИВЕН ЛИВЪРИДЖ

Разграничението между постоянни и променливи разходи (онези разходи, които се променят с времето, и онези, които се променят с нивото на активност) е стара идея. Разграничаването е основа на Break Even анализа. Концепцията за изравняването (Break Even), завършването без загуба или печалбата по същество произлиза от въпроса колко единици продукт или услуга трябва да продаде търговското предприятие, за да покрие фиксираните си разходи. Както може да се предположи, определят се достатъчно високи цени, за да се възстановят всички променливи разходи и да се остави марж на приноса към фиксирани разходи и печалби. След като веднъж се продадат достатъчно елементи, за да се акумулира необходимата за компенсирането на фиксираните за периода разходи (принос), маржът от която и да е допълнително продадена единица ще бъде печалба. Освен ако не се добавят нови фиксирани цени в някакъв бъдещ момент поради значително увеличаване на обема.

Разбирането на този принцип ще усъвършенства нашето самопознание за това как оперативните аспекти на бизнеса се свързват с финансовото планиране и проектиране. Но в по-широк смисъл ще ни позволи да преценим правилно отрицателното въздействие, което при значимия оперативен ливъридж може да повлияе върху измерванията и сравненията на финансовия анализ.

Но тук трябва да бъдем внимателни: няма нищо абсолютно в идеята за фиксираните разходи, защото с течение на времето всеки разходен елемент става променлив. Разходите са резултат от управленски решения и следователно могат да бъдат променяни от управленски решения. В резултат трябва да се борави с известна гъвкавост, що се отнася до понятието „Break Even“ („изравняване“).

Както споменахме, въвеждането на фиксирани разходи за бизнес операции води до увеличаване на приходите на високи нива на процеса. Това се дължи на частичната контрибуция, която всеки допълнителен елемент обезпечавя, набавя над строго променливите разходи на производството му. В зависимост от отношението на фиксираните и променливите разходи във фирмата общата частична контрибуция от допълнителните елементи може да доведе до значителен скок в печалбата.

След като всички фиксирани разходи се възстановят чрез контрибуция от достатъчен минимален брой елементи, печалбите нарастват пропорционално по-бързо от обема. За съжаление, същото важи и при намаляване на обема (количеството) на операциите, което води на намаление на печалбите, увеличение на загубите, които не са пропорционални на нивото на намаляване на обема. Определено ливъридж е нож с две остриета!

Можем да въведем основното определение за анализиране на ливъридж, както следва:

$$\begin{aligned} \text{Печалба} &= \text{обща сума на приходите} - \text{крайна цена} \\ \text{Обща сума на приходите} &= \text{количество} \cdot \text{цена} \\ \text{Крайна цена} &= \text{фиксиран разход} + \text{променлив разход} \end{aligned}$$

Формално обяснението на състоянията на ливъриджа е доста просто. Интересува ни въздействието на промените на количеството ( $V$ ) върху печалбата ( $I$ ). Елементите, от които това зависи, са единичната цена ( $P$ ), единичният променлив разход ( $C$ ) и фиксираните разходи ( $F$ ).

Отношението е:

$$I = VP - (VC + F)$$

$$\text{Или: } I = V(P - C) - F,$$

което илюстрира, че печалбата зависи от броя стоки или услуги, умножени по разликата между единичната цена и променливия разход за елемент, което е в повече от постоянния елемент фиксирани разходи.

С промяната на количеството приходът от един елемент ( $P - C$ ) по промяната в количеството ще се равнява на общата промяна на печалбата. При нормални обстоятелства константата фиксирани разходи ще остане постоянна. Относителната промяна на печалбата за дадена промяна на количеството ще бъде увеличена поради този фиксиран елемент.

Друг начин за изразяване на ливъридж връзките е да използваме печалбата като процент от продажбите ( $S$ ). Имайки предвид бележките по-горе,

$$S = I / VP$$

и разглеждайки  $I$  на съответните компоненти, формулата придобива следния вид:

$$S = V(P - C) - F / VP, \text{ или}$$

$$S = (I - C / P) - F / VP.$$

Това показва, че отношението на печалбата към продажбите зависи от прихода от продажбите на отделния елемент – фиксираните разходи като процент от приходите от продажбите. Наблюдаваме, че наличните фиксирани разходи са причина за намаляване на съотношението на печалбата. Колкото е по-голямо  $F$ , толкова по-голямо е понижението на печалбите. Всяка промяна на количеството, цената или единичен разход обаче ще доведе до непропорционално въздействие върху  $S$ , защото  $F$  е константа.

Промените в операциите, близки до Break-Even точката, е доста вероятно да доведат до значителни колебания в приходите. Промените в операциите както над, така и под Break-Even точката, водят до по-малка нестабилност.

Трябва обаче да бъдем внимателни при интерпретирането на тези промени. Както всеки процентов анализ, специфичните резултати зависят от началната точка и съответните пропорции на компонентите. Всъщност ръководството ще бъде като цяло много по-загрижено за цялостната промяна в печалбата, отколкото от процентните колебания. При това е лесно да се преувеличи значението на нестабилността на печалбата, освен ако не е внимателно тълкувана в контекста на общите разходи на компанията и нейните дейности.

Въпреки това идеята би трябвало да е ясна: колкото по близко до Break-Even точката (изравнителното ниво) оперира компанията, толкова по-драматично ще въздействат промените в обема върху печалбата. Финансовият анализатор, който прави оценка на финансовото производство на фирмата и който прави финансови проекти, трябва да разбира къде нивото на текущите операции е свързано с правилния обем продукция и изравнител на ниво (Break- Even point) и съответно да интерпретира резултатите. Нещо повече, колкото е по-високо нивото на непроменливите разходи, толкова е по-мощен ливъридж ефектът. Необходимостта да разберем тази страна от разходната структура на компанията нараства съизмерно. При капиталоемките индустрии (такива, като стоманодобив, минна промишленост, дърводобив и тежка промишленост) повечето производствени разходи са фиксирани за широк спектър от производствения обем. Това състояние води до колебание в печалбите, тъй като такива компании се отдалечават от Break-Even операциите.

Друг пример е самолетната индустрия, която от време на време значително увеличава капацитета на оборудването си. Фиксираните разходи, свързани с притежаването и обслужването на тези самолети, провокира остри спадове в печалбата на повечето авиолинии. Няколко компании отчетоха значително повишение на печалбата, тъй като се бяха повишили бизнес и частните пътувания. Докато предприятията за услуги, такива като фирми за консултантски услуги, могат директно да влияят върху най-големия си разход – надници и заплати, чрез регулиране на броя на служителите си според промените в търсенето. Така те много по-малко са изложени на колебанията при печалбата на феномена оперативен ливъридж.

Съществуват три основни взаимносвързани елемента в оперативния ливъридж, върху които ръководството може да въздейства: 1) постоянни разходи, 2) променливи разходи; и 3) цени. Всички те по един или друг начин се свързват с обема/ количеството производство.

Ще покажем резултата от промяната им, като в нашия случай променяме условията.

**Ефект на по-ниски фиксирани разходи.** Ако управлението може чрез намаляване на режийните или по-интензивно използване на съоръженията да намали фиксираните разходи, break-even point (равновесната точка) може значително да се понижи. Като следствие повишаването на ефекта върху печалбата ще започне на по-ниско ниво на процеса.

Следователно понижаването на фиксираните разходи е много директен и ефективен метод за понижаване на break-even point изравнителното ниво, за да се подобри работата по увеличаване на печалбата на компанията.

**Ефект на по-ниски променливи разходи.** Ако ръководството е в състояние да редуцира променливите производствени разходи (директни разходи) – увеличавайки по този начин приноса от всеки елемент, действително по подобен начин може да засегне печалбите на съответните нива и да повлияе върху движението на самото (break-even point) изравняване.

**Ефект на ниските цени.** До този момент ние се концентрираме върху ефекта от разходите, които са до голяма степен под контрола на мениджмънта, докато ценовите промени в голяма степен зависят от фирмената конкурентна среда. В резултат променените цени обикновено засягат конкурентния баланс и влияят директно върху продажбата на единица обем.

Повишаването на цената може да повлияе върху единица обем, който компанията може да продаде конкурентно, т.е. на конкурентни цени, и последствията от всичко това да са по-ниски общи печалби. И обратно, намаляването на цената може да компенсира изгубения принос на единица обем, като увеличи общия обем конкурентни продажби (продадени срещу конкуренцията).

Би било мъдър ход, ако след намаляването на цените може да се получи пропорционално количествена преднина (предимство) и оттам подобрени печалби за по-значителен период от време. В противен случай, ако очакваме, че други конкуренти бързо ще предвидят намалението на цените, крайният ефект просто може да е редуциране на печалбата за всеки, защото и малка промяна в относителните пазарни дялове ще има последствия. Ценовите битки (войни) на авиокомпаниите са отличен пример за това явление.

Тук не е мястото да обсъждаме многото стратегически спорни въпроси на ценовата политика. Имаме намерение само да покажем ефекта на този важен фактор върху действащата система и да се осигури метод за анализиране на подходящи условия.

**Множествени (многократни) ефекти върху break-even условията.** В предния анализ обърнахме внимание на цената, обема (количество-

то), ценовите последици и тяхното влияние върху печалбата поотделно. На практика много условия и затруднения, с които се сблъсква бизнесът, често засягат тези променливи едновременно. Разход, обем и цена за единичен продукт могат да се променят по едва доловим и неизмерим начин и по едно и също време. Анализът се усложнява, когато участват няколко продукта, което е валидно за всички големи компании. В тези случаи промените в продажбите могат да доведат до много усложнения.

Освен това нашето опростено предположение, че производство и продажби са едновременни процеси, не е непременно вярно на практика: естественото забавяне (времева разлика) между производство и продажби трябва също да се отчете, тъй като има значително въздействие. В една производствена компания може да има голяма фазова разлика.

До този момент предполагаме, че експлоатационните условия по същество са линейни. Това ни позволи да опростим нашия ливъридж анализ, както и този на break-even анализа.

**Анализ целева печалба.** Оперативният ливъридж намира приложения при използването на целевата печалба като част от планирането на процесите в компанията. Вземат се предвид относителните пропорции на величините на фиксирани и променливите разходи, за да се задържат в рамките на очакваните за компанията. При определени прогнози на общите фиксирани разходи ( $F$ ), оценките на променливите разходи ( $C$ ) и очакваната цена ( $P$ ) единица обем, необходим за достигане на желаната преди облагане с данъци целева печалба, може да бъде определена с break-even формула.

$$\text{Обем за целева печалба: } V = F + TP / P - C.$$

По същия начин, ако ръководството иска да провери нивото на променливите разходи ( $C$ ), допустими за всяка желана целева печалба преди облагането ѝ с данъци с приблизителен единица обем ( $V$ ) и цена ( $F$ ), базирани на очаквани пазарни условия и прогнозирани фиксирани разходи, формулата ще изглежда така:

$$\text{Променлив разход за единица с цел очаквана печалба: } C = P - F + TP / V.$$

## **ФИНАНСОВ ЛИВЪРИДЖ**

Основното взаимодействие между фиксиран и променлив разход може да послужи за проучване на размера на дълговете във финансовата структура на фирмата, т.е. да анализира финансовия ливъридж на фирмата. Между оперативния и финансовия ливъридж съществува голямо сходство, което се състои в това, че предоставят възможност да се печели

от непроменливата същност на определени разходи, свързани с нарастване на активността.

При финансовия ливъридж предимството се състои в това, че заетите при фиксиран лихвен процент фондове могат да бъдат използвани като инвестиция, при която степента на възвръщаемост е по-висока от платената лихва. Разликата, разбира се, се натрупва като печалба за собствениците на бизнеса. Компетентностите да се правят инвестиции, които последователно осигуряват възвръщаемост на нива, по-високи от текущия лихвен процент, ще бъде в полза на компанията при извършване на т.нар. „търговия на собствен капитал“. Това означава да се направи толкова голям дълг, колкото в рамките на разумното ръководството би позволило. По такъв начин, от разликата между реализирания процент възвръщаемост и платения лихвен процент, нараства собственият капитал. Разбира се, ефектът ще е обратен, при положение че компанията има възвръщаемост, по-ниска от платения лихвен процент.

Както наблюдавахме и по-рано, за съжаление, ливъриджът работи и в обратна посока. При спадане на приходите ще последва огромен спад във възвръщаемостта на капитала. За да изразим взаимовръзките във финансовия ливъридж, започваме с дефиниране на компонентите, както постъпихме и при оперативния ливъридж. Този път печалбата след облагане с данъци (I) трябва да се обвърже с капитала (E) и дългосрочния заем (D). Забелязваме също и възвръщаемостта върху нетните активи (капитализацията) преди лихвата и след данъчното облагане. Първо, определяме възвръщаемостта върху капитала като:

$$R = I / E$$

и възвръщаемостта върху капитализацията – сумата от капитал и дългове:

$$r = I + Di / E + D.$$

Сега преизчисляваме печалбата от гледна точка на компонентите ѝ:

$$I = r(E + D) - Di,$$

което представлява разликата от възвръщаемостта върху общата капитализация (E + D) и следданъчното облагане на разхода на лихвата на неизплатения дълг. Това може да се преизчисли, както следва:

$$R = r + D / E (r - i).$$

Тази формула акцентира върху ливъридж ефекта чрез положителния израз след  $r$  (т.е. отношението заем/капитализация/чиста стойност),

умножен по разликата от печалбата на нетните активи и разходите за лихви след облагане с данъци. Така че до степента, при която дългът е въведен в капиталовата структура, възвръщаемостта се повишава дотогава, докато лихвените разходи не надвишат силата на печалбата.

С въвеждането на все по-голям дълг в капиталовата структура обаче възвръщаемостта върху чистия капитал нараства значително, тъй като във всеки отделен случай възвръщаемостта на инвестициите надвишава доста разходите по платената лихва. Ако вземем предвид въздействието на ливъриджа върху възвръщаемостта на нетните активи или капитализацията ( $r$ ), се получава формулата:

$$R = r + D / E (r - i) \text{ във}$$
$$r = RE + Di / E + D.$$

Това е много добър резултатен начин за изчисляване на очакваната възвръщаемост от нови инвестиции. Този подход просто променя изчислението чрез фиксиране на възвръщаемостта на чистата стойност и давайки възможност очакваната възвръщаемост на инвестицията да варира. При въвеждането на ливъриджа необходимите приходи върху нетните активи или капитализация рязко спадат, докато започнат да достигат 4-процентните обложени с разходи лихвени разходи. Но тъй като реално в капиталовата структура се поддържа малък обем капитал, те няма как да се доближат до тази цифра.

Въпреки че е лесно тези отношения да се изчисляват математически, превръщането им в подходящи съответни финансови стратегии е доста по-сложно. Никое ръководство не е напълно свободно да променя според желанията си капиталовата структура. Съществуват практически, законови и договорни ограничения за всяка компания с цел да се поддържат нормални нивата на пасивите на баланса. Размерите се определят от гледната точка на заемодателите.

Водени от личния си интерес, кредиторите ще наложат на потенциалния кредитополучател да ползва по-високи граници на размера на дълга. За производствените компании дългосрочният кредит обикновено е в границите между 0 и 5 % от капитализацията им, докато при комуналните услуги той варира между 30 и 60 %. Търговските компании с високи ликвидни активи могат дори да имат по-високи размери на дълга. Големият брой подобни сделки през 80-те години на миналия век доведе до много по-високо ниво на дълговете за много компании. В този случай финансовият ливъридж се използва до крайна степен, което значително увеличава експонирането на неблагоприятните резултати вследствие на падането на паричния поток под очаквания.

Както споменахме и по-рано, ние се интересуваме от въздействието на финансовия ливъридж върху по-широка област на финансовото пла-

ниране на компанията и като такова е само един от няколкото аспекта, който засягат производителността на компанията.

## **ПЛАНИРАНЕ НА ФИНАНСОВИЯ РЪСТ**

Повечето ръководства се стремят да изградят по-обширен бизнес винаги когато пазарът предостави благоприятни възможности. Типично обществените акционери очакват също да се натрупат нарастващи икономически печалби от дялово участие. Затова не е учудващо, че един важен аспект на финансовото планиране е анализирането на ефекта от ръста на инвестициите, операциите и финансирането. Изборите на финансова политика, отворена към управлението, влияе различно върху очакваните резултати и по тази причина трябва да се анализира заедно с оперативните страни на тези планове. Управлението може да си постави различни финансови цели и да наложи финансова политика, която да насочва и ограничава усилията и финансовите прогнози, базирани на тези планове. На първо място сред финансовите цели, разбира се, е възвръщаемостта на собствения капитал – капитала на акционерите. От своя страна тази цел извлича от конкретни такива за:

- ръст на приходите на акция;
- ръст на общата печалба;
- ръст на дивидентите;
- ръст в пазарната оценка;
- ръст на собствения капитал.

Разбира се, нито една от тези цели не може самостоятелно да се използва като цялостен общ стандарт. На първо място сред финансовите политики е размерът на финансовия ливъридж, който компанията определя като разумен. Като допълнение към нея са различните мерки за кредитоспособност, които ръководството би желало да счита за ограничения.

За да демонстрираме изграждането на интегрален финансов план, който ни дава възможност да наблюдаваме ефекта от ръста и връзката с финансовите цели и политики, ние ще започнем с избирането само на една от току-що изброените цели, за да работим чрез малък идеен модел, който да е основната рамка, която по-късно ще ни позволи да изготвим по-подробен финансов план. Той също ще демонстрира идеята за устойчивия растеж.

## **ОСНОВЕН МОДЕЛ НА ФИНАНСОВИЯ РЪСТ**

Един опростен начин да се покажат взаимносвързващите се елементи, които въздействат на растежа в бизнес системата, е да се използва целта на ръста, както е показано на баланса (*Фиг. 1*). Не само че е лесно да

се калкулира, но и по косвен начин той обхваща последиците от ръста на печалбите и изплащането на дивидентите.

Фиг. 1 изобразява такъв опростен финансов модел, който позволява да се проследят няколко аспекта на финансовия ръст на компанията – такива, като ливъридж, рентабилност, разпределяне на приходите и финансиране. Този модел ще ни помогне да демонстрираме въздействието на различните финансови политики върху ръста на собствения капитал.

**Фиг. 1. Модел на финансов растеж**

<b>Три различни политики (в хил. долари)</b>			
	<i>I случай</i>	<i>II случай</i>	<i>III случай</i>
<b>Капиталова структура</b>			
Дълг като % от капитализацията	0	50 %	50 %
Дълг	0	250\$	250\$
Капитал	500\$	250\$	250\$
<u>Нетни активи (капитализация)</u>	<u>500\$</u>	<u>500\$</u>	<u>500\$</u>
<b>Рентабилност (след данъци)</b>			
Брутна възвръщаемост на нетните активи	10 %	10 %	10 %
Обем печалба	50\$	50\$	50\$
Лихва 4 %	0	10	10
<u>Печалба след лихва</u>	<u>50\$</u>	<u>40\$</u>	<u>40\$</u>
<b>Приходно разпореждане</b>			
Изплащане на дивиденти	0 %	0 %	50 %
Платени дивиденти	0	0	20\$
<u>Реинвестиране</u>	<u>50\$</u>	<u>40\$</u>	<u>20\$</u>
<b>Финансиране</b>			
Допълнителен дълг	0	40\$	20\$
Възможни нови инвестиции	50\$	80\$	40\$
<b>Резултати в %</b>			
Нетна възвръщаемост върху нетните активи	10 %	8 %	8 %
Възвръщаемост върху капитала	10	16	16
Капиталов ръст	10	16	8

Тези три случая са пресметнати. Първият случай показва компания, която не е заемала инвестиционен капитал с 500 000 долара, която не плаща дивиденти и реинвестира печалбата в сходни дейности. При втория случай имаме същата компания, но при условие на ливъридж с дълг 50 % от капитализацията. При третия случай ние приемаме условията от

втория, но допускаме изплащане на дивиденди на 50 % от приходите. Приемаме, че всички останали финансови условия остават непроменени.

Да проследим данните при първия случай. При брутна възвръщаемост на нетните активи 10 % след данъчно облагане обемът на нетната печалба, генериран за една година, е 50 000 долара, която може да бъде реинвестирана в дейности на компанията под формата на инвестиции за разрастването ѝ, подобряване на печалбите и т.н. В същото време приемаме, че количеството средства от годишната амортизация се изразходват за поддържане на настоящите съоръжения при шумни работни условия.

Резултатите при случай 1 са 10 % нетна възвръщаемост (след 0 % лихва) върху нетните активи или капитализацията, възвръщаемост от 10 % върху капитала и оттам 10 % ръст на капитала. Това условие е в сила, защото всички приходи се задържат в бизнеса за реинвестиране.

Случай 2 се отличава само що се отнася до дълговото финансиране. Тъй като 250 000 долара са заети на 4 % след данъците, 10 000 долара от обложената лихва трябва да бъдат приспаднати от печалбата върху нейните активи, което намалява количеството за реинвестиране на 40 000 долара. Ако ръководството желае да поддържа нивото на заема на 50 %, могат да бъдат заети още 40 000 долара. Това повишава фонда за реинвестиране на 80 000 долара. Резултатите са се променили, сравнени със случай 1. Поради промяна в лихвата нетната възвръщаемост върху капитализацията е паднала на 8 %. Но, както очаквахме, поради ливъридж ефекта възвръщаемостта върху капитала е скочила на 16 %. При тези условия ръстът на капитала може да се поддържа на нива от 16 %, докато вътрешногенерираните фондове са реинвестирани във възможности с 10 % възвръщаемост, а получените количества дългове се инвестират по подобен начин.

**Модел на финансовия ръст** – резултат от три различни политики за три периода (4 хиляди)

Същото, както при предишния модел. Единствената промяна при третия случай е въвеждането на дивидентите. Заплащането от 50 % намалява наличните вътрешни фондове за реинвестиране през период 1 на 20 000 долара и наличния допълнителен дълг до 20 000 долара при съотношение 50 % дълг. Така общите фондове за реинвестиране се намаляват на 40 000 долара. Това действие на дивидента въздейства сериозно върху предполагаемата цел на ръста на капитала, който сега е само половината от този при случай 2. Този елементарен модел илюстрира ефектите от съчетаването на инвестиционни решения, операции, приходи и финансова стратегия. Той позволява лесно анализиране на промените. Разбираемо е, че обстоятелствата тук са опростени целенасочено, но прецизирането на такива данни, като възвръщаемост върху нетните активи, съотно-

шение при плащане на дивидента и нарастване на допълнителните заеми (да не изброяваме всички), са само вариации по основната тема, която разгледахме.

### **Устойчив ръст**

Ако в нашия пример ръстът на собствеността върху капитала бе считан за основна цел, би било полезно да изразим отношенията на базата на формули, подобни на тези, които използвахме по-рано.

В случай 1, когато нямаме друг дълг и платени дивиденди:

$$g = r,$$

където  $g$  е ръстът на капитала, а  $r$  е стойността на възвръщаемостта на капитализацията след облагането с данъци. Тази формула просто изразява факта, че при тези основни условия възвръщаемостта върху капитализацията е равна на възвръщаемостта върху капитала и ръстът на капитала е равен на възвръщаемостта на капитала.

В случай 2 вече имаме дълг в капиталовата структура и трябва да добавим към формулата ефекта от ливъриджа, както направихме и преди:

$$g = r + D / E (r - i),$$

където  $D$  е дългът,  $E$  е капиталът, а  $i$  е лихвата след данъчното облагане. Както казахме по-рано, ливъридж е директна функция от: (1) съотношението на дълга в общата капиталова структура; и (2) разликата между възвръщаемостта на инвестициите и лихвения разход на фондовете, като и в двата случая говорим за след облагане с данъци. Тъй като се предполага, че приходите се реинвестират, ръстът на капитала отново трябва да е равен на възвръщаемостта му, което в този случай е комбинация от възвръщаемостта на нетните активи и скока от ливъриджа.

В случай 3 въвеждането на плащания на дивидента забавят растежа на капитала, тъй като само задържаните приходи могат да бъдат реинвестирани. Трябва да коригираме всеки един от двата компонента на формулата, за да отразим тази промяна. Коефициентът  $p$  е част от задържаните приходи, като процент от общите приходи. Формулата е:

$$g = r p + D / E (r - i) p.$$

Сега имаме обобщена формула за степента на ръста на капитала, която може да бъде поддържана от бизнеса, ако се следва стабилна политика и имаме постоянни условия. Тази формула се нарича „формула на устойчивия ръст“. Ако за по-продължителен период от време бизнесът успее да инвестира фондовете си с възвръщаемост като тази, която посо-

чихме, ако ръководството поддържа отношението дълг/капитал, ако съотношението разходи по лихвата към изплащане на дивидентите остане непроменено, то тогава постигнатият ръст на капитала ще се задържи на нивата, определени от формулата. Както вече споменахме, ръстът в капиталовложението е само един вид финансова цел. При стабилна политика ръстът на общите приходи ще се стабилизира в същата степен, както ръстът на капитала.

Тъй като ръстът на печалбата зависи от едни и същи променливи, формулата за ръста на капитала може да бъде приложена и за разглеждането и на тази цел. Обаче, ако има промени в политиката, тогава и колебанията в годишните печалби могат да бъдат големи. Приканваме читателя да приложи формулата при други условия.

Могат да бъдат изготвени подобни модели на променливите, влияещи върху приходите, за дял, услуга по дълга, дивиденди на дял или всяка друга част от бизнеса. Няма дори да се опитваме да влизаме в детайли. По-скоро ще оставим ръста в капитала и приходите да послужат като примери. Компютърните електронни таблици са в помощ при този тип анализи.

## **ИНТЕГРИРАН ФИНАНСОВ ПЛАН**

Компанията обмисля промени в своята финансова политика, така че ръководството би желало да разучи комбинираното въздействие от работните проекти и измененията в политиката върху ръста на рентабилност за следващите пет години. Полученият интегриран финансов план обхваща промените в дълга, възвръщаемостта на нетните активи, разхода по лихвата (който се променя с увеличаването на дълга) и плащането на дивидентите.

Ключова полза от излагането на връзките по този начин е, че накрая се открояват всякакви несъвместими обстоятелства. Ако се появят нежелани ефекти, анализаторът би могъл да направи още проучвания, с други данни и да изчисли влиянието на такива промени. Плановите рамки от този тип лесно могат да се намерят или в предварително зададена форма или чрез готови електронни таблици за персонални компютри.

Такова прецизиране може да бъде полезно, ако компанията разнообразява дейностите си и очаква доста по-висока възвръщаемост от тях. По-голямо внимание трябва да се обърне на това, че отбивът за амортизация ще бъде реинвестиран, без да бъдат генерирани допълнителни печалби. Такава компания, която укрепва някои от текущите си операции, за да освободи средства за преразпределение в по-разнообразни видове дейност, може и да не прояви желание да реинвестира еквивалентните на амортизацията средства в стари продуктови линии.

Основната цел на това нагледно пояснение е да покаже полезността от бизнес планирането в контекста на цялостната бизнес система. Чрез проследяване на основните резултати въз основа на различна входяща информация анализаторът би могъл да достигне до някои предположения, които да отразяват управленските желания и възможности.

### **ОБЕКТНООРИЕНТИРАН ФИНАНСОВ АНАЛИЗ**

Поради бързото напредване на компютърните технологии и софтуер възникват и нови идеи за интегриран финансов анализ. Обектноориентираният финансов анализ позволява обединяване на познанията на анализатора с тези, присъщи за компютърния софтуер, за да се достигне до един истински, съвместен, интерактивен процес на анализиране и създаване на работен модел. Това освобождава анализатора да се фокусира върху творчески прозрения, а не върху въвеждане на данни, проследяването им или контрол.

### **ОБОБЩЕНИЕ**

В тази статия се опитахме да обединим, да свържем някои ключови идеи. Добавихме разширена трактовка на операционния и финансовия ливъридж, за да докажем важното въздействие на фиксираните разходи върху променящите се работни условия. Използвахме опростен финансов модел като подход и обосновахме необходимостта от последователност в оперативните и финансовите цели и политики. Приложихме този подход към нуждите и политиката на примерна компания и разработихме интегриран финансов план, с които проверихме как промените в политиката влияят върху ръста и производителността на компанията.

И накрая, най-ключовата, важна проверка на финансовия анализ е приложимостта на методите и резултатите за предвиждане на бъдещи дейности. Много често оптималният подход изисква да се използват много прецизни и точни бизнес финансови модели. И все пак както външните, така и вътрешните анализатори ще работят с опростен критерий и модели, които могат да са приблизителни решения за алтернативно планиране.

#### ***Литература***

1. **Garrison**, Raymond H. and Eric W. Noreen. Managerial Accounting: Concept for Planning. Control, Decision Making. 1994.
14. **Porter**, Michael E. Competitiv Strategy. New York, 1980.
15. **Van Horne**, James C. Financial Management and Policy. 1989.
16. **Weston**, J. Fred and Thomas E. Copeland. Managerial Finance. 1989.