

ОЦЕНКА НА КАЧЕСТВОТО НА УПРАВЛЕНИЕ ЧРЕЗ МОДИФИКАЦИЯ НА МОДЕЛА ЗА ФУНДАМЕНТАЛЕН АНАЛИЗ НА EDWARDS-BELL-OHLSON

ас. Любен Федев Иванов

Стопански факултет към СУ Св. Климент Охридски

ASSESSMENT OF MANAGERIAL PERFORMANCE THROUGH THE APPLICATION OF A MODIFIED EDWARDS-BELL-OHLSON MODEL

Lyuben Fedev Ivanov

Sofia University St Kliment Ohridski

Резюме: Докладът предлага метод за оценка на качеството на управление чрез модификация на модела за фундаментален анализ на Edward-Bell-Ohlson. Предлаганият метод свежда до един показател ключови индикатора от финансовите отчети на компанията. Предлаганият метод е подходящ за оценка на управлението на дружества, които не са публични или се търгуват на неперфектни пазари

Ключови думи: фундаментален анализ, оценка чрез остатъчния доход, модел на Олсън, корпоративно управление, измерване на резултатите от управлението

Abstract: This paper proposes a novel method for assessment of the quality of the management of a company. Its conceptual finding is the fundamental analysis model known as the Edward-Bell-Ohlson valuation model. It creates a single summary statistic that synthesizes key indicators from a company's financial statements. The approach is appropriate for the assessment of the management of closely-held companies or public companies traded in inefficient markets.

Key words: fundamental analysis, residual income valuation, Ohlson model, corporate governance, managerial performance measurement

I. Въведение

Оценката на качеството на управление на дадено търговско дружество е въпрос с важно практическо значение, независимо дали става дума за публично дружество с множество миноритарни акционери или за дружество с ограничена отговорност, което се притежава от един или няколко собственика, които не участват директно в управлението. Качеството на управление има много аспекти и може да се измерва по различни начини в зависимост от целите на анализа. Една от най-популярните методики за оценка на управлението е балансираната карта за оценка разработена от Kaplan and Norton [15]. Тя включва 20 различни метрики и разглежда представянето на дружеството от четири различни ъгъла: финансово представяне, от гледна точка

на клиента, от гледна точка на производствения процес, иновация и учене. Различните метрики представляват своеобразен “пулт за управление”, който е много полезен за проследяване на различните важни аспекти за компанията от мениджърите на различни нива, които са ежедневно ангажирани с дейността на дружеството. Водещата перспектива при методиката на Kaplan and Norton [15] е перспективата от гледната точка на акционерите, изразена чрез финансовите показатели като паричен поток, растеж на оперативния доход и продажбите, възвращаемост на собствения капитал. Kaplan and Norton [15] се опитват да синтезират дотогавашните противоречащи си достижения сред различните изолирани школи в областта на измерването на представянето на бизнес организациите – теориите за качество и опростено управление¹, които подчертават ролята на служителите за постоянни подобрения в производствения процес с цел елиминиране на неефективни дейности и подобряване на бързината на реакция на компанията към изискванията на пазара; теорията за заинтересованите страни², при която фирмата е просто посредник и целта ѝ е да сключва договори, които максимално добре задоволяват всички заинтересовани лица; гледната точка на финансовите икономисти, които приемат, че основната цел на компанията е да създава пазарна (икономическа) стойност за акционерите си и наблягат на финансовите показатели. Авторите се опитват да запазят прозренията на различните школи, като подчертават, че е много важно всяка система за всеобхватно измерване и управление да свързва оперативното представяне с подобрения в представянето от гледна точка на клиентите и финансовото представяне. Ето защо, те слагат на първо място като цел създаването на стойност за акционерите в дългосрочен план, а всички останали метрики са подчинени на тази цел (Kaplan) [14]. Ние също възприемаме тази гледна точка, тъй като се фокусираме върху оценката на управлението от гледна точка на собствениците на дружеството при хипотезата, че те не са директно ангажирани с управлението и няма нужда да разбират спецификата на различните управленски метрики и да следят редовно оперативните показатели. В този смисъл, създаването на стойност за собствениците в дългосрочен план е най-добрият единствен показател, който синтезира в себе си множество различни метрики, лесно разбираем е, и е синхрон с интересите на мнозинството от собствениците. Измерването на създаваната икономическа стойност за собствениците е относително проста задача за компании, които се търгуват на перфектни капиталови пазари (като например Ню Йоркската фондова борса). При перфектните капиталови пазари, цените отразяват цялата публична достъпна информация за дейността на дадено дружество и оценяват бъдещите му перспективи (Fama) [11]. Ако акционерите на дадено дружество искат да оценят доколко добре се справя управленският му екип просто трябва да проследят във времето как се развива пазарната стойност на акциите спрямо пазарната стойност на акциите на предприятия, опериращи в при сходни икономически условия (например в същия отрасъл на американската икономика за същия времеви период). Този подход е приложен от Collins [8] и Thorndike [22] за да идентифицират най-добрите корпоративни директори в САЩ, като първа стъпка в техните изследвания върху изключителните управленци. Проблемът с измерването на създаваната икономическа стойност възниква при собствениците на дружества, които не се търгуват на перфектни капиталови пазари. Такива са например дружествата с ограничена отговорност, акционерните дружества, които не са емитирали акции на борсата и публичните акционерни дружества, които се търгуват на неперфектни капиталови пазари. В поредица

¹ Английският термин е “lean management”

² Stakeholders

от съвместни изследвания Ломев, Иванов и Богданова [3], Ломев, Иванов и Богданова [4] и Ivanov, Lomev and Bogdanova [13] установяват сериозни отклонения от перфектното функциониране при българския фондов пазар. Това означава, че за дълги периоди от време е възможно движението в цените на акциите за търгуваните дружества да не отразява приноса на управленските им екипи и затруднява оценката на техните способности да създават стойност за акционерите. При изброените по-горе случаи на липса на перфектна пазарна оценка, оценяването на създаваната за акционерите стойност (и чрез нея на качествата на на управленския екип) следва да бъде определено чрез модели за фундаментален анализ. Моделите за фундаментален анализ определят т.нар. вътрешноприсъща (фундаментална) стойност на дружеството, като определят оценката на базата на счетоводна и несчетоводна информация за дейността на дружеството. Получената от тези модели оценка не зависи от пазарната оценка и може значително да се отклонява от нея. Нарастването на фундаменталната стойност във времето би следвало да идентифицира доколко добре се справя даден управленски екип и не зависи от това дали анализираното дружество се търгува на перфектен капиталов пазар или не. Настоящият доклад описва моделът за фундаментален анализ на Edwards-Bell-Ohlson³ и предлага модифицирането му за целите на оценка на качеството на управление.

II. Моделът за фундаментална оценка чрез свръхпечалбите като концептуална основа на модела на Edwards-Bell-Ohlson

Взаимовръзката между очакваните свръхпечалби, счетоводната стойност на собствения капитал и фундаменталната стойност на компанията е известна в счетоводната литература от работите на Edwards and Bell [10] и Peasnell [20]. Концептуалната идея, че печалбите могат да бъдат разграничени на счетоводни (които не включват алтернативната цена на капитала) и икономически (които включват и алтернативната цена на капитала) е описана от Marshall [17], но Касърова и Димитрова [1] посочват, че концепцията за икономическите печалби е развита още Hamilton [12] през втората половина на 18-ти век. Счетоводните печалби се получават, когато от приходите се извадят осчетоводените разходи, а свръхпечалбите се получават, когато от приходите се извадят икономическите разходи (включващи алтернативната цена на използваните ресурси, най-вече вложения капитал, въпреки, че тя не е изрично осчетоводена). Американската компания General Electric използва свръхпечалбите⁴ като основен критерий за оценка на представянето на различните си дъщерни дружества през 50-те години на 20-ти век (Kaplan) [14]. Bernard [6] посочва, че съгласно Pratt [21] американските данъчни служби са използвали груб модел за оценка чрез генерираните свръхпечалби още през 20-те години на 20-ти век за да определят ефектите от въвеждането на сухия режим върху стойността на пивоварните по онова време. Касърова и Димитрова [1] отбелязват, че макар концепцията да е относителна стара, тя се модифицира под различни имена във времето - „наднормена печалба” (Canning) [7], „супер-приходи” (Edey) [9], „остатъчни приходи” от компанията General Electric, „наднормени използвани приходи” (Edwards and Bell) [10], „остатъчен доход” (Kay) [16] и т.н. Дали икономическите печалби ще бъдат определени като на ангажираният в предприятието капитал се начисли безрисков лихвен процент (както при Ohlson [19]) или специфичен лихвен процент отговарящ на особеностите на фирмата, както

³ Понятието “Edwards-Bell-Ohlson (ЕВО)” се използва за първи път от Bernard [5]

⁴ Под наименованието “residual income”

например претеглената средна цена на капитала (WACC), какъвто например е подходът приложен от Касърова, Димитрова и Сяров [1] е въпрос на преценка от страна на анализатора.

Ohlson [19] стъпва на извода на Ohlson [18], че фундаменталната стойност на акцията се определя от сегашната стойност на очакваните дивиденди и свързва фундаменталната стойност със счетоводната стойност на собствения капитал и счетоводния доход. Авторът признава, че фундаменталната стойност зависи и от информация, която не е отразена в счетоводния доход, счетоводната стойност на собствения капитал и дивидентите, тъй като счетоводните измерители интегрират ефектите от събития влияещи на стойността на предприятието с известно закъснение. С уговорката, че счетоводните данни са непълен индикатор за стойност, Ohlson [19] изтъква, че претеглената средна стойност на капитализирания счетоводен доход и счетоводната стойност на собствения капитал представлява основата на функцията за оценка на стойността на дадена компания.

Моделът за оценка чрез свръхпечалбите се опира на следните аналитични допускания:

1. в съгласие с неокласическите модели за оценка на ценни книжа, пазарната стойност на дадена акция се определя от сегашната стойност на очакваните дивиденди. Съгласно неокласическата парадигма, стойността е обективна величина (не зависи от вярванията на инвеститорите) и може да се определи чрез приложението на вероятностни модели към исторически данни.

2. важат правилата за осчетоводяване на стойността на капитала на собственика⁵, съгласно които икономическата активност генерира доход и частта от този доход, която не се използва за изплащане на дивиденди, се натрупва в предприятието и повишава собствения капитал. Създадената от компанията и осчетоводена стойност трябва или да бъде изплатена на собствениците или да увеличи собствения капитал. Изплащането на дивиденди намалява счетоводната стойност на собствения капитал, но не се отразява на текущия доход.

Развитието на модела, при допускането, че лихвените проценти са постоянна величина (първото допускане) се свежда до:

$$v_t = \frac{\tilde{d}_{t+1}}{R} + \frac{\tilde{d}_{t+2}}{R^2} + \dots + \frac{\tilde{d}_{t+\tau}}{R^\tau} = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{\tilde{d}_{t+\tau}}{R^\tau}$$

v_t – фундаментална стойност на акция според модела към дата t

\tilde{d}_t – очакваните нетни дивиденди на акция (разликата между дивидентите и увеличението на капитала) изплатени към дата t , може да бъде отрицателно число, ако компанията се очаква да получава повече капитал отколкото връща обратно на акционерите

$R = 1 + r$ – безрисковият лихвен процент увеличен с единица

Тъй като важи допускането за осчетоводяване на стойността на капитала на собствениците (второто допускане), моделът използва зависимостта на чистия излишък⁶, според която:

$$bv_t = bv_{t-1} + x_t - d_t$$

⁵ Английският термин е “owner's equity accounting”

⁶ Английският термин е “clean surplus relation”

като в случая bv_t е счетоводната стойност на собствения капитал към дата t , а x_t е счетоводния доход за периода приключващ на дата t . Зависимостта на чистия излишък налага счетоводната стойност на собствения капитал към края на даден счетоводен период да се определя от стойността на собствения капитал в началото на периода, нарастването (намаляването) в резултат на генерираните от дейността счетоводен доход (реализираните счетоводни загуби) и намаляването (нарастването) в резултат на нетно връщане на капитал към собствениците (нетно привличане на капитал от собствениците). Тази зависимост използва структурната особеност на счетоводната система, че дивидентите изплатени през даден период не влияят на текущия счетоводен доход, но намаляват счетоводната стойност на собствения капитал към края на периода.

Нека да дефинираме математически свръхпечалбата x_t^a като функция на счетоводната печалба x_t и алтернативната цена за съответния период на вложения от собствениците в компанията капитал:

$$x_t^a = x_t - (R - 1)bv_{t-1}$$

Тази дефиниция позволява да изразим дивидентите като функция на свръхпечалбите, собствения капитал и безрисковия лихвен процент:

$$bv_t = bv_{t-1} + x_t - d_t \Rightarrow d_t = bv_{t-1} - bv_t + x_t \rightarrow d_t = bv_{t-1} - bv_t + x_t^a - (R - 1)bv_{t-1} \\ \Rightarrow d_t = x_t^a - Rbv_{t-1} - bv_t$$

В контекста на формулата за оценка чрез сегашната стойност на очакваните дивиденти, горното твърдение приема следния вид:

$$\tilde{d}_t = \tilde{x}_t^a - R\tilde{b}v_{t-1} - \tilde{b}v_t$$

При заместване във формулата за оценка чрез сегашната стойност на очакваните дивиденти и опростяване при допускането, че $\frac{\tilde{b}v_{t+\tau}}{R^\tau} \rightarrow 0$ при $\tau \rightarrow \infty$ се получава:

$$v_t = bv_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{\tilde{x}_{t+\tau}^a}{R^\tau} \quad (1)$$

Тъй като bv_t е известно към дата t , а по допускане $r = \text{const}$, то задачата за определяне на фундаменталната стойност се свежда до определянето на очакваните бъдещи свръхпечалби $\tilde{x}_{t+\tau}^a$ за $\tau = 1, 2, \dots, \infty$.

Едно от предимствата на подобно изразяване на стойността на акциите е, че за определянето ѝ се използват двете основни резултативни величини от счетоводния процес – счетоводният доход (печалба) от отчета за приходите и разходите и счетоводната стойност на собствения капитал от счетоводния баланс. Тези две променливи зависят от фундаменталните икономически показатели на компанията (пазарна сила, умения на мениджърския екип и т.н.), а не са резултат от решенията на мениджърите за разлика от времевия ред на дивидентите. В този смисъл те подлежат в по-малка степен на манипулация и би трябвало да дават по-добра картина за резултатите от оперативната дейност на компанията във времето. Безрисковият лихвен процент също е обективна величина, еднаква за всички компании, и независеща от решенията

на управленския екип. Също така, оценката по принцип не би трябвало да зависи от прилаганата счетоводна политика, а само от икономическите резултати на компанията и методът за оценка базиращ се на очакваните свръхпечалби отговаря на това изискване. Причината е, че ако счетоводната политика е "агресивна" и разходите за развойна дейност, както и за лансирането и налагането на нови продукти се капитализират, това ще доведе до по-високи текущи печалби, но и до нарастване на активите на компанията и съответно до по-високи стойности на собствения капитал. Тогава на по-високите текущи печалби ще бъдат противопоставени и по-висока алтернативна цена на капитала, което ще неутрализира ефекта върху свръхпечалбата. Ако счетоводната политика е „консервативна“ и компанията намалява текущата печалба с разходите за развойна дейност и лансиране на нови продукти, това ще доведе до по-ниски текущи печалби, но и по-ниска стойност на собствения капитал и по-ниска алтернативна цена на капитала. Така ефекта от по-ниските печалби върху свръхпечалбите се неутрализира. Този ефект позволява моделът за оценка да се прилага към компании с различни счетоводни политики.

Счетоводството и оценката базирани на чистия излишък⁷ би трябвало да неутрализират не само ефектите от различните счетоводни политики, но и тези от откровени манипулации. Ако дадена компания манипулативно си увеличи печалбите за даден период (например чрез нереалистично висока преоценка на дълготрайните материални активи), тази „хартиена печалба“ не може да бъде изплатена като дивидент или да се използва за повишаване на ефективността или разширяване на производството чрез покупка на нови активи (разработка на нови продукти и т.н.). Въпреки това, тя остава като следа чрез натрупването в частта „неразпределена печалба“ на собствения капитал. Завишеният собствен капитал и невъзможността да се генерират допълнителни печалби водят до спад на свръхпечалбите, което във времето неутрализира ефекта от временно завишената печалба върху оценката на компанията.

При съвършени пазари (съвършена оценка), стойността на компанията ще зависи от само от възможностите за растеж и за генериране на свръхпечалби. Ако дадена компания има подобни възможности и се нуждае от средства за инвестиции, управленският екип няма да изплаща дивиденти или дори ще увеличава капитала на компанията и стойността на компанията ще е по-висока поради задържаните и реинвестирани в проекти с рентабилност над нормалната средства. При липса на възможности за инвестиране в проекти с свръхпечалби, не би следвало за стойността на компанията към даден момент (оценката на представянето на мениджърите) да има значение дали мениджърите задържат печалбите за да ги инвестират в активи с нормална възвращаемост или ги разпределят към акционерите, които също биха ги инвестирали в активи с нормална възвращаемост. Резултатите за акционерите и в двата случая са еквивалентни и решението дали ще бъдат разпределени дивиденти или не, не би следвало да промени фундаменталната стойност на компанията (оценката за качеството на управление). При наличие на морална опасност⁸ и агентски проблеми⁹, моделът също е валиден, тъй като моралната опасност и опортюнистичното поведение на мениджърите биха се изразили в задържане на печалбата и инвестирането ѝ в проекти (или активи) с възвращаемост по-ниска от безрисковия лихвен процент. В този случай резултатите от оперативната дейност ще показват отрицателни свръхпечалби и рационалните и добре информирани акционери ще са склонни да заплатят за нетни-

⁷ Clean surplus

⁸ Moral hazard

⁹ Principal-agent problems

те активи на дружеството цена, която е по-ниска от счетоводната им стойност. В този смисъл, моделът не предполага разлика между лошите оперативни резултати причинени от мениджърска некомпетентност, мениджърска непочтеност или от негативни технологични и макроикономически развития, както и от конкурентен натиск в съответния отрасъл. Всеки от горните фактори би се отразил негативно на оперативните резултати на компанията и би довел до по-ниска оценка за фундаменталната ѝ стойност съгласно модела. В този смисъл моделът базира стойността на оперативните резултати, а не на финансовите решения на компанията, като причините за резултатите нямат значение за оценката на фундаменталната стойност.

III. Модификация на модела на свръхпечалбите за привеждането му във вид подходящ за оценка на качеството на управление

Получената чрез формула (1) фундаментална стойност v_t се променя във времето във зависимост от способността на управленския екип да добавя стойност. Формула (1) може да бъде нормализирана и използвана за да се получи "индекс на представяне"¹⁰ PI_t като v_t за всяка дата t се раздели на bv_t и полученото число се умножи по 100:

$$PI_t = \frac{v_t}{bv_t} \times 100$$

В зависимост от стойностите на v_t и bv_t са възможни следните стойности на PI_t :

1. При дружество, за което не се очаква реализация на свръхпечалби в бъдеще:
 $v_t = bv_t$ и $PI_t = 100$
2. При дружество, за което се очаква реализация на свръхпечалби в бъдеще:
 $v_t > bv_t$ и $PI_t > 100$
3. При дружество, за което се очаква реализираните бъдещи свръхпечалби да бъдат негативни:
 $v_t < bv_t$ и $PI_t < 100$

Тъй като оценяваме способностите на управленския екип да добавя стойност на базата на историческото представяне на дружеството формула (1) се базира на исторически данни, а не на очаквания за бъдещи такива в безкрайност. В този случай bv_t е счетоводната стойност на собствения капитал в началото на анализирания период, а bv_{t+n} е счетоводната стойност на собствения капитал в края на анализирания период. Допускането, че $\frac{bv_{t+\tau}}{R^\tau} \rightarrow 0$ отпада тъй като τ не клони към безкрайност. В такъв случай, формула (1) изглежда по следния начин:

като с n означаваме броя на годините в анализирания период. Проблемът на подобно представяне е, че придава прекалено голяма тежест на счетоводната стойност на собствения капитал в края на оценявания период, а тя може значително да се отклонява от фундаменталната стойност на компанията. Също така, счетоводната стойност

¹⁰ Performance index

на собствения капитал подлежи на манипулации. При прилагане на агресивни счетоводни политики, ще се наблюдават по-високи свръхпечалби по време на оценявания период и по-висока счетоводна стойност на собствения капитал в края на периода. Оценката става прекалено зависима от счетоводните политики и оценката на собствения капитал, което не е желателно. Освен това, дори при нулеви или отрицателни свръхпечалби стойността на индекса за качество на управлението в общия случай ще надвишава 100. Ето защо, приемаме, че стойността на компанията в края на оценявания период е равна на капитализираната чрез безрисковия лихвен процент свръхпечалба за последната година от периода:

Индексът за качество на управлението за периода $t, t + n$ пък ще се изчислява по формулата:

$$PI_{t,t+n} = \frac{v_t}{bv_t} \times 100$$

Също така, тъй като $x_{t+\tau}^a$ не е директно наблюдаемо от счетоводните данни, следвайки Frankel and Lee (1998) модифицираме формула (1) така, че фундаменталната стойност да се изчислява чрез информацията от счетоводните отчети и допускането за безрисков лихвен процент:

Финалната модификация на модела, която предлагаме отчита фактът, че фундаменталната стойност е силно зависима от безрисковия лихвен процент r , а той обикновено приема стойности, които са значително по-ниски от възвращаемостта на собствения капитал ROE. Положителният диференциал между ROE и r прави постигането на свръхпечалби твърде лесна задача за управленския екип и не отчита фактът, че притежаването на действащо предприятие предполага значителни рискове за собствениците и от мениджърите се очаква да реализират възвращаемост, която е по-висока от безрисковия лихвен процент, като по този начин компенсират собствениците на дружеството за поетия при инвестирането на капитала риск. При използването на безрисковия лихвен процент r , стойността на PI_t за средностатистическия управленски екип ще е значително по-висока от 100, което налага допълнително нормализиране на модела. Тъй като фокусът на предлагания модел е върху способностите на управленския екип да добавят стойност в контекста на конкретен отрасъл и дадена икономическа среда, най-логичният бенчмарк за способностите на управленския екип е сравнението му с представянето на управленските екипи, които оперират в същия отрасъл и икономическа среда. Това представяне може да се изрази чрез постиганата за съответния отрасъл средна възвращаемост на собствения капитал за съответния период ROE_{t+n} . Подобна модификация е в съответствие с изводите на Aswath Damodaran, който посочва, че в САЩ и в световен план, различните отрасли устойчиво генерират различна възвращаемост на собствения капитал¹¹. Икономическата динамика при различните отрасли е различна и постигането на свръхпечалби е много по-трудно в едни сектори в сравнение с други като причините за това са икономическите характеристики на съответния отрасъл, а способностите на управленския екип остават на второ място. При замената на константния безрисковия лихвен процент r с вариращ във времето лихвен процент roe_t , който отговаря на средна-

¹¹ <http://aswathdamodaran.blogspot.bg/2015/05/no-light-at-end-of-tunnel-investing-in.html>

та възвращаемост на собствения капитал в съответния отрасъл за дадената година, моделът за оценка на фундаменталната стойност придобива следния вид:

(2)

При подобно представяне, индексът за качеството на управлението на даден управленски екип за периода $t, t + n$ ще се изчислява чрез фундаменталната стойност от формула (2) и счетоводната стойност на собствения капитал по следния начин:

$$PI_{t,t+n} = \frac{v_t}{bv_t} \times 100$$

При предложените модификации можем да очакваме управленският екип на средностатистическото дружество в даден отрасъл да получи оценка близка до 100 за всяка отделна година, като управленските екипи, които добавят повече стойност спрямо колегите си от съответния отрасъл ще получат оценка над 100, а тези които добавят по-малко стойност оценка под 100. Също така, PI_{t+n} варира в зависимост от избора на период и може да се използва за оценка на представянето на даден управленски екип във времето – при екипи, които подобряват представянето си спрямо това на своите колеги ще се наблюдава повишаване на индекса за качество на управлението, а при тези които влошават представянето си ще се наблюдава спад на индекса.

IV. Заключение

В заключение, можем да очертаем следните важни предимства на предложеният в настоящия доклад индекс за оценка на представянето на управленския екип:

1. Теоретичните му основа е изградена върху допусканията за рационалност, характерни за неокласическата парадигма, и върху прозрението на Williams [23], че фундаменталната стойност на дадена акцията е равна на сегашната стойност на очакваните в бъдеще дивиденди

2. Фокусът на оценката е върху способностите на управленския екип да добавя стойност за акционерите

3. Добавената стойност за акционерите се изчислява чрез реализираната за периода на оценка свръхпечалба

4. Свръхпечалбата може да бъде реализирана чрез по-добро оперативно управление и чрез по-рационално разпределяне на генерирания от оперативната дейност капитал, като по-доброто представяне и в двете области се отразява положително на стойността на индекса

5. При достатъчно дълъг времеви период ефектите от различните счетоводни политики върху стойността на индекса отслабват

6. Чрез изискването безрисковия лихвен процент в модела на Edwards-Bell-Ohlson да бъде заменен със средната счетоводна възвращаемост на собствения капитал за съответния отрасъл и година се постига сравнимост при оценката на представянето на управленски екипи, които оперират при различни икономически условия и макроикономическа среда

7. Заместването на безрисковия лихвен процент със средната счетоводна възвращаемост на собствения капитал и модифицирането на формулата за оценка на фундаменталната стойност гарантират, че разпределението на стойностите на индекса за оценка ще е със средна стойност 100, което улеснява сравненията във времето и пространството

8. Предлаганият индекс се изчислява на базата на количествени (счетоводни) данни по ясна методология, което придава обективност на крайната оценка
Разбира се, предлаганият метод има и известни ограничения:

1. Качеството на оценката е зависимо от дължината на периода на управление на управленския екип, който бива оценяван. Оценката е по-акуратна при наличие на данни за по-продължителен период от време.

2. Качеството на оценката е зависимо и от качеството на счетоводната информация. При кратък период от време, манипулирането на счетоводната информация може значително да завиши оценката.

3. Предлаганият метод за оценка не е приложим за стартиращи високотехнологични компании, при които основната част от активите са нематериални, а очакваните ползи от дейността са изтеглени в бъдещето и твърде несигурни за да бъдат осчетоводени.

Като насоки за бъдещи изследвания може да посочим емпиричното изследване на приложимостта на модела за оценка на конкретни български компании и техните управленски екипи.

Литература на български език:

1. Касърова В., Р.Димитрова (2008). EVA като критерий за стопанска ефективност. Юбилейна международна научно-практическа конференция. Свищов, 6-7 ноември 2008; Академично издателство "Ценов", Свищов
2. Касърова, В., Димитрова, Р. & Сяров, Л. (2010) *EVA метрика - нов прочит на финансовия анализ*, Доклади от научна конференция с международно участие "Авангардни научни инструменти в управлението", 1
3. Ломев, Иванов и Богданова (2009) Изследване на перфектността на възникващи фондови пазари в България и Русия посредством честотни методи. *Сборник доклади от Шеста научна конференция "Мениджмънт и предприемачество"*. Пловдив: ТУ-София Филиал Пловдив
4. Ломев, Иванов и Богданова (2010) Изследване на перфектността на възникващи фондови пазари от източноевропейския регион посредством дискретна трансформация с вълнички. *Научни трудове на Русенския университет, 49 (серия 5.9)*

Литература на английски език:

5. Bernard, V. L. (1994) Accounting-based Valuation Methods, Determinants of Book-to-market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis. Working Paper, University of Michigan
6. Bernard, V. L. (1995) The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. *Contemporary Accounting Research, vol. 11 (2)*
7. Canning, J. (1929) *The Economics of Accountancy*. (New York, Ronald Press)
8. Collins, J. (2001) *Level 5 Leadership - The Triumph of Humility and Fierce Resolve*. Harvard Business Review
9. Edey, H. (1957). Business Valuation, Goodwill and the Super-Profit Method. *Accountancy*, January/February
10. Edwards, E. and Bell, P. (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press, Berkeley, CA.

11. Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2)
12. Hamilton, R. (1777) *An Introduction to Merchandize*. Edinburgh
13. Ivanov, L., Lomev, B., and Bogdanova, B. (2012) Investigation of the market efficiency of emerging stock markets in the East-European region. *International Journal of Applied Operational Research*, 2(2)
14. Kaplan (2010) Conceptual Foundations of the Balanced Scorecard. Harvard Business School Working Paper
15. Kaplan and Norton (1992) The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*
16. Kay, J. (1976). Accountants, Too, Could be Happy in a Golden Age: The Accountant's Rate of Profit and the Internal Rate of Return. *Oxford Economic Papers*, 28
17. Marshall, A. (1890) *Principles of Economics* (New York, McMillan and Co.)
18. Ohlson, J.. (1990) A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings. *Contemporary Accounting Research*
19. Ohlson, J.. (1995) Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2)
20. Peasnell, K. (1982). Some Formal Connections between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 9
21. Pratt, S. P. (1986) Valuing Small Businesses and Professional Practices. Dow Jones-Irwin
22. Thorndike, W. (2012) *The Outsiders - Eight Unconventional CEOs and Their Radical Blueprint for Success*. Harvard Business Review Press, Boston, MA
23. J. B. Williams (1938) *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press, Cambridge, MA