

РЕЛЕВАНТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ В ПРОЦЕСА НА КАПИТАЛОВТО БЮДЖЕТИРАНЕ

Основният фактор, определящ какво ще представлява компанията ни в бъдеще и колко успешна ще бъде тя, са инвестициите които правим днес.

Генерирането на адекватни и доходоносни инвестиционни предложения, които да бъдат подложени на анализ, е важна и отговорна задача, която следва да бъде поставена в ангажиментите на всички мениджъри в компанията. Процесът по генериране на инвестиционни алтернативи и вземането на инвестиционни решения в професионално управляваните компании започва от най-висшето управленско ниво с **дефинирането на бизнеса на организацията и начините, по които тя ще се конкурира на пазара**. След това оперативните мениджъри **превеждат тези стратегически цели на езика на бизнеса и ги трансформират в конкретни бизнес планове**, включващи и специфични инвестиционни предложения. Процесът на финансов преглед и оценка на тези инвестиционни предложения се нарича „**капиталово бюджетирание**”.

Капиталовото бюджетирание далеч не се изчерпва с вземането на решения за инвестиране в дълготрайни материални активи (ДМА). На практика **капиталово бюджетирание е всеки процес, в който се взема решение за инвестирането на ресурси сега, с цел получаване на ползи, които ползи се простират във времеви период надхвърлящ текущата година**. Техниките на капиталовото бюджетирание се използват при вземането на решения за: *инвестиции в ценни книжа, закупуване на оборудване, избор на технологии за производство, премахването на съществуващи или разработването на нови продукти, навлизането на нов пазар, оценка на маркетингови програми и програми за иновации и дори дизайна на корпоративна стратегия*. Може да се каже, че **капиталовото бюджетирание и дисконтовия анализ на паричните потоци са гръбнака на съвременния финансов мениджмънт и на съвременния бизнес изобщо**.

Важна част от капиталовото бюджетирание заема **дисконтовия анализ на очакваните бъдещи парични потоци от инвестицията**. За да се съставят тези парични потоци използваме информацията от финансовата и счетоводна система на фирмата, подкрепени с нужната доза бизнес преценка.

Съществен момент при оценката на бъдещите парични потоци на инвестицията (проекта) е **да се дефинират кои са релевантните парични потоци**, които ще бъдат анализирани, оценени и взети под внимание при вземане на инвестиционното решение. Точното дефиниране на това кои парични потоци са релевантни за вземане на решението и кои не, е **ключов момент за вземането на вярно инвестиционно решение и предпазва от погрешна оценка на анализиранията инвестиция**.

Ефектът от вземането на дадено инвестиционно решение се състои в промяната на текущите и бъдещите парични потоци на фирмата. Кой обаче са релевантните за вземане на инвестиционното решение парични потоци? Водещият принцип е достатъчно ясен: „Релевантни са тези парични потоци, които са директна последица от решението ни да приемем определена инвестиция, т.е. всички парични потоци на фирмата, които се променят вследствие на инвестиционното решение”. Концепцията за релевантните парични потоци е изключително важна, тъй-като **всички парични потоци, които съществуват и ще продължат да съществуват, независимо дали инвестицията е предприета или не, не са релевантни за анализа и не следва да бъдат вземани под внимание.**

На практика обаче **би било изключително неудобно да изчисляваме паричните потоци на фирмата с и без проекта**, особено при големите компании. Ето защо, това което се прави е да се „отдели” проекта и да се анализира в изолация от останалите дейности и проекти. Това е т.нар. **принцип на самостоятелно разглеждане, при който анализираната инвестиция се обособява като един вид „мини-фирма” във фирмата със свои собствени приходи, разходи, активи и парични потоци.** Тук следва да се отбележи **принципната разлика между термина „парични потоци” в счетоводен смисъл и паричните потоци използвани в аналитичния процес на капиталовото бюджетиране.** Това са различни понятия, които следва да не се бъркат. Това което ни интересува, за така наречената по-горе мини-фирма е да **сравним генерираните от нея парични потоци с цената за придобиването и.** Важен момент тук е, че използвайки принципа на самостоятелното разглеждане ние ще анализираме инвестицията само на базата на собствените и парични потоци, в изолация от другите дейности и проекти на фирмата.

Релевантните и ирелевантни парични потоци в процеса на капиталовото бюджетиране:

Необратими разходи („потънали разходи”):

По дефиниция „потънали разходи” (Sunk Costs) са тези разходи, които фирмата е вече извършила или е поела задължение да извърши на база на някакви предишни договори, ангажименти или проекти. Тези разходи не могат да бъдат изменени от настоящото решение да приемем или отхвърлим дадена инвестиция, тъй-като разхода е част от миналото и е вече извършен/респ. е поето задължение той да бъде извършен. Ето защо „потъналите разходи” са ирелевантни за вземане на инвестиционното решение и винаги трябва да бъдат изключвани от паричните потоци на капиталовото бюджетиране. Нека посочим един пример, за да илюстрираме положението с „потъналите разходи”. *Фирма обмисля и анализира инвестиция в проект за стартиране на производствена линия за производството на нов продукт. За подпомагане във вземането на инвестиционното решение фирмата наема екип от маркетингов и финансов консултант, за да оценят рентабилността и перспективите пред новия продукт. Когато мениджмънтът на фирмата получава маркетинговия и финансов анализ, се възпротивява че разхода за проучването не е включен в паричните потоци на инвестицията, но това е така, тъй-като този разход е „потънал”, той е необратим и или е бил предварително*

заплатен на маркетинговия и финансов консултант или трябва да бъде заплатен независимо от решението дали инвестицията да бъде предприета или не. Ето защо, този разход е ирелевантен за вземане на инвестиционното решение и като такъв е изключен от анализа.

Приложението на принципа за ирелевантността на „потъналите разходи“ за вземането на решения, е често доста трудно на практика, *особено при решенията за прекратяване на дейности или проекти осъществени в миналото.* Ако например сме закупили акции на капиталовия пазар*100 лв./бр. преди няколко години, в момента те се търгуват*70 лв./бр. и ние вярваме че цената няма да се покачи в обозримо бъдеще, е трудно да си признаем че сме направили грешна преценка в миналото, да спрем да защитаваме погрешното си решение като държим акциите, а *да приложим принципа за покупната цена като „потънал“ и ирелевантен разход, като ги продадем и насочим средствата към перспективни дейности и проекти.* Принципа на „потъналите“ разходи ни казва, че **това което има значение при вземането на решения (инвестиционните решения в частност) са бъдещите перспективи пред решението, а не действията и решенията извършени в миналото.** Миналото е релевантно дотолкова, доколкото може да ни помогне да преценим перспективите за бъдещето по-точно.

Направените в миналото разходи са ирелевантни и в друг аспект – ако години наред сме инвестирали, да речем 10 млн. лв. в определен проект, който не е успял да бъде доведен до край и да изплати своите разходи, е изкушаващо бързо да заключим, че проектът следва да бъде незабавно ликвидиран. Но тези разходи са ирелевантни, тъй-като са вече направени, **това което има значение са перспективите пред проекта.** Ако перспективите са за, още да речем 1 млн. лв. инвестиция и крайна стойност на проекта от 4 млн. лв., то проекта следва да бъде завършен, без значение от размера на досега инвестираните суми.

Опортюнистични (алтернативни) разходи:

Опортюнистичните разходи (Opportunity Costs) са релевантни за вземането на инвестиционното решение. Обикновено, когато се говори за разход, си представяме такъв свързан с плащане. Опортюнистичните разходи не са свързани с плащания, а **представяват стойността на благото (облагата) от което се отказваме, за да предприемем инвестицията.** Ако например вече притежаваме част от активите, които биха били ползвани в определен проект, следва да съобразим цената им при изчисляване на релевантните парични потоци на проекта, тъй-като тези активи не са безплатни само защото фирмата вече ги притежава, а следва да бъдат включени като разход и то с настоящата им пазарна стойност. Тук отново цената на която актива е бил закупен в миналото е ирелевантна, релевантна е настоящата пазарна стойност на актива която представлява опортюнистичния разход – това от което се отказваме в името на проекта.

Опортюнистични разходи възникват само когато се касае за ограничени активи или такива които се ползват от фирмата, могат да бъдат използвани по определен начин или могат да бъдат продадени. Ако актива е неограничен, не се ползва от фирмата, не може да се ползва и не може да бъде продаден – **опортюнистичен разход не възниква.**

Странични ефекти:

При дисконтовия анализ на бъдещите парични потоци в капиталовото бюджетиране ние разглеждаме инвестицията в изолация от останалите дейности и проекти на фирмата. Не е изключено обаче **инвестицията да причини и странични ефекти върху съществуващите дейности и проекти**, както в положителен, така и в отрицателен аспект. Ако лансирането на нов продукт, например, ще доведе до спад в продажбите на съществуващи продукти на фирмата, това е известно като канибализъм или ерозия, и *загубите в продажбите на съществуващите продукти следва да се включат като разход при анализа на инвестицията в новия продукт*. Ако тези настоящи продажби биха били загубени така или иначе, вследствие лансирането на нови продукти от страна на конкуренцията, разход за страничен ефект не би следвало да бъде начисляван. По същия начин и *положителните странични ефекти, като такива от синергията на новия проект или инвестиция със съществуващите във фирмата, следва да се начислят като приход при анализирането на проекта*.

Разпределени разходи (Allocated Costs):

Обикновено правилата за капиталово бюджетиране в отделните компании предвиждат всички нови инвестиции (или определени инвестиции, напр. само тези които водят до увеличаване на продажбите) да поемат определен процент от общите корпоративни разходи (разходите за управление и администрация, R&D, маркетинг, информационни технологии и др.). Въпросът тук е **доколко този вид разходи, които не са директно свързани с визираната инвестиция, са релевантни за вземането на инвестиционното решение**. С приложението на общия принцип за релевантност на разходите би следвало да определим, че **ако визираната инвестиция увеличава обема на бизнеса, то съществува връзка между инвестицията и размера на общите корпоративни разходи, инвестицията би следвало да поеме увеличения размер на тези разходи и следователно разпределените разходи са релевантни за вземане на решението**. Ако случаят обаче не е такъв, **при инвестициите които не водят до увеличаване на общите корпоративни разходи, инвестициите с цел намаляване на разходи например, разпределените разходи са ирелевантни за вземане на решението и не би следвало да се включват в паричните потоци на капиталовото бюджетиране**.

Нетен оборотен капитал (Net Working Capital):

Обикновено **всяка инвестиция, освен увеличаването на дълготрайните активи, води и до увеличаване на размера на работния капитал на фирмата**, като: *пари в брой, продукция, вземания и т.н.* В съзвучие с общия принцип за релевантност на разходите, **промените в размера на фирмения работен капитал са релевантни за вземането на инвестиционното решение**. *При някои инвестиции паричните потоци свързани с оборотния капитал на инвестицията дори са най-голямото и перо*.

Следва обаче да се отчитат някои особености, които са свързани с оборотния капитал:

1. **Инвестициите в оборотен капитал обикновено растат и намаляват с увеличение и намаляване на продажбите;**
2. **Оборотния капитал е с такава природа, че обикновено се**

възстановява в края на инвестицията приблизително в първоначалния си инвестиран размер; 3. Инвестициите в работен капитал генерират т.нар. спонтанни източници на пари в брой, възникващи в нормалния ход на бизнеса и за които източници не се плаща изрична цена: платими суми към доставчици, дължими заплати, данъци и др. Правилния подход към тези пера е да бъдат извадени от увеличението на текущите активи, при изчисляване размера на нетния работен капитал на инвестицията.

Амортизации:

Физическото износване на активите е икономически факт от бизнес живота и следва да бъде съобразено в процеса на оценка на инвестицията. Този факт следва да се отчете с разликата между цената на придобиване на активите и възстановимата им (ликвидационна) стойност към момента на приключване на инвестицията. Следва да се съобрази, че ако е отчетена по този начин, амортизацията отчетена и по стандартните счетоводни способи – с отписване на определен разход от оперативните приходи, би довело до двойно отчитане на едно и също перо.

Отчитане обаче следва да се направи с цел проследяване на данъчния ефект от амортизацията, тъй-като амортизацията, като немонетарен разход, оказват въздействие върху размера на дължимия корпоративен данък, който от своя страна е релевантен разход за вземането на инвестиционното решение. Тук следва да се направи следното: 1. С използване на стандартните счетоводни способи да се прибавят амортизационните отчисления като разход, за определяне размера на дължимия данък; 2. Амортизацията да се прибавят обратно към нетната печалба след данъчно облагане, за да се изчислят паричните потоци след данъчното облагане на инвестицията, които вече парични потоци са релевантните за вземането на инвестиционното решение; 3. По този начин избягваме двойното отчитане на амортизацията, но съобразяваме техния ефект върху размера на корпоративния данък.

Разходи по финансирането на инвестицията:

Когато анализираме паричните потоци на планираната инвестиция, ние няма да включим каквито и да било парични потоци свързани с финансирането, като лихви, дивиденди или плащания по главници, тъй-като целта ни е да видим паричните потоци генерирани от активите на инвестицията. Платените лихви например са компонент от паричния поток към кредиторите на фирмата, а не от активите на проекта.

Нашата главна задача при капиталовото бюджетирание е да съпоставим паричните потоци генерирани от самия проект с цената за придобиване на проекта, за да определим нетната настояща стойност (Net Present Value) или вътрешната норма на възвръщаемост (Internal Rate of Return) на проекта. Начинът по който евентуалното придобиване на проекта ще бъде финансирано и цената, която ще бъде заплатена за това, са предмет на отделно управленско решение, което е изключително важно, но следва да бъде анализирано отделно.

Още повече цената на финансирането, изразена в изчислена средно претеглена цена на капитала на фирмата (Weighted Average Cost of Capital-WACC) е отразена в дисконтовия

фактор, който ще използваме при дисконтовия анализ на паричните потоци на инвестицията, тъй-като дисконтовия фактор обикновено е равен на стойността на средно претеглената цена на капитала на фирмата за съответната година, изразен в %. Да включим тази цена на капитала и вътре в паричните потоци на инвестицията, означава просто да я преброим 2 пъти.

В заключение следва да отбележим нещо, за което също следва да внимаваме. Първо, **при дисконтовия анализ на паричните потоци на инвестицията ние се интересуваме от паричните потоци на инвестицията и то в момента в който те се осъществяват** (т.е. когато имаме плащане/постъпление), **а не в момента в който възниква разход или приход в счетоводния смисъл на понятията**. На второ място, **интересуват ни паричните потоци след данъчно облагане**, тъй-като данъците са част от разходния паричен поток. Т.е **винаги когато говорим за релевантни парични потоци, имаме предвид релевантните парични потоци след данъчно облагане**. Все пак, паричен поток след данъчно облагане и счетоводна печалба са свършено различни понятия.

© “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” ЕООД

м. юли 2013 г., София

www.interaccount.eu

Използвани източници: 1. *Essentials of Corporate Finance, Sixth Edition, Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, 2008, McGraw Hill*; 2. *Analysis for Financial Management, Ninth Edition, Robert C. Higgins, 2009, McGraw Hill*

Настоящата публикация има информативна и образователна цел. Тя е създадена, за да ви запознае с основни теоретични постановки в областта на финансовия мениджмънт. Използването на настоящата публикация следва да бъде ограничено само до образователната и цел (и във връзка с разпоредбите на Чл. 24 (1), т. 3 от Закона за авторското право и сродните му права). Публикацията не представлява консултация или съвет за вземането на конкретни инвестиционни решения и не следва да бъде използвана с такава цел. Фирма “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” не може да бъде държана отговорна по какъвто и да е начин за резултатите от използването на настоящата публикация.