

УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ПОСРЕДНИЧЕСКИ ФИРМИ - СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА МОДЕЛИ НА СВОБОДНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Николай Тодоров Здравков
Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов
Катедра „Финанси и кредит“
e-mail: d020218159@uni-svishtov.bg

Резюме: Финансовият мениджмънт на застрахователно-брокерска фирма изисква постоянен контрол над ефекта на външни и вътрешни фактори върху финансовото състояние на фирмата, добра основа за което могат да дадат моделите за оценка на стойността. Направено е сравнение на основните разновидности на модели на свободните парични потоци. Събрани са публично достъпни данни за топ-застрахователните брокери в света и са изчислени оценки на стойността на техните акции. На основата на отклонението, което тези оценки дават от фактическите исторически цени, се достига до извода, че най-точни резултати дава моделът на свободните парични потоци към капитала, съгласно формулировката от изследването на Дамодаран (**Damodaran, 2013**). Общ проблем на всички модели е начинът, по който се привеждат паричните потоци от безкрайност към краен брой.

Ключови думи: застрахователни посреднически фирми, застрахователни брокери, финансов анализ, оценяване, модели на свободните парични потоци.

JEL: G22, G32.

MANAGERIAL FINANCIAL ANALYSIS OF INSURANCE BROKERS – COMPARATIVE ANALYSIS OF FREE CASH FLOWS MODELS

Nikolay Todorov Zdravkov
“D. A. Tsenov” Academy of Economics – Svishtov
Department of Finance and Credit
e-mail: d020218159@uni-svishtov.bg

Abstract: The financial management of an insurance brokerage firm requires constant control over the effects of internal and external factors on the financial condition of the firm. A good base for this may be provided by valuation models. This research paper compares the main variations of the free cash flow approach. Public data for the top level insurance brokers has been gathered and theoretical values of their shares have been calculated. Judging by the deviation that these values have from the actual historical prices a conclusion is made that the most accurate results are provided by the FCFE model as formulated by Damodaran (Valuing Financial Service Firms, 2013). A common problem of all models is the way they truncate the cash flows that are “to infinity” by calculating a terminal value.

Key words: insurance brokerages, valuation, multiples method, free cash flow to equity.

JEL: G22, G32.

Въведение

За *обект* на настоящата разработка се поставят моделите на свободните парични потоци за оценка на фирмената стойност като част от финансовото управление на застрахователни брокерски фирми, а за *предмет* – изследване на пригодността на различните варианти и формулировки на този тип модели. *Целта* на разработката е да се направи сравнение на база емпирични данни между моделите, като се оценят и ранжират според отклонението (грешката), която дават спрямо истинската стойност на дружеството (измерена чрез фактическата пазарна цена на акциите му).

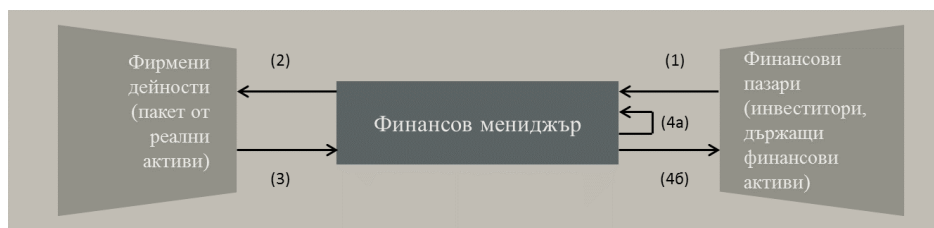
Така формулираните обект, предмет и цел, дават основание да се изведат следните *задачи*:

- 1) Да се изгради база от данни за най-големите публични застрахователни брокери на световно ниво, съдържаща пазарни цени на акциите, както и финансово-отчетни данни;
- 2) Да се изчислят теоретични стойности на 1 обикновена акция на всяко от дружествата с различните модели;
- 3) Да се изчисли средната грешка на всеки модел като отклонение между теоретичната стойност и фактическата историческа цена.

1. Обща постановка

Финансовият анализ обикновено се определя като набор от изследователски техники и методи, които приложени върху финансово-счетоводните данни на едно търговско дружество (най-често от корпоративен тип), да позволят да се разкрие неговото истинско финансово състояние – настоящо, минало и най-вече очаквано. Фридсън и Алварез (**Fridson, M. & Alvarez, F., 2002**) изтъкват, че анализът на финансовите отчети е базово умение при множество от финансово-икономически длъжности и професии, включително инвестиционен мениджмънт, търговско кредитиране, корпоративни финанси. Именно в контекста на финансовото управление на корпорациите Захариев (Захариев, A. et al, 2017) посочва, че финансовият анализ представлява систематизиран набор от техники и инструменти, с чиято помощ финансовият мениджмънт изследва, оценява, определя, оптимизира и рисково съобразява своите решения. Няма да е пресилено, ако се каже, че този вид финансов анализ е най-предизвикателен и изисква най-задълбочена работа, което е свързано най-вече с неговите цели.

Стандартно финансовото управление на една фирма от корпоративен тип (т.е. такава, в която е налице, от една страна, разделение на собственост от управление, а от друга страна, ограничена отговорност на собствениците) поставя финансовия мениджър в междинна позиция между фирмените операции и източниците на капитал за финансирането им (Фигура 1) (**Brealey, R., Myers, St. & Marcus, A., 2001**).



Фигура 1. Капиталови потоци между капиталовите пазари и фирмените операции

Към тези две сфери на фирмена активност се съотнасят два типа специфични управленски решения (Neveu, 1985) – съответно инвестиционни решения и финансови решения (Фигура 2). Цитираните по-горе Брийли, Майърс и Маркус ги наричат решения, свързани с капиталово бюджетиране, и такива, свързани с финансиране. Инвестиционните решения отговарят на въпросите къде и как да се инвестират разполагаемите капитали, така че да се осигури максимална инвестиционна възвръщаемост предвид поемания риск, т.е. да се осигури оптимално съотношение между поемания риск и извличаната доходност.



Фигура 2. Място на управленския финансов анализ при финансовия мениджмънт на фирмата

Разбира се, печалбата и доходността не са самоцел, а са съобразени с основната дейност на фирмата. Финансовите решения се свързват с осигуряване на необходимия обем от капиталов ресурс, като се контролира неговата цена – основната идея е да се състави такъв микс от различни видове капитал (собствен, заемен, неразпределени печалби), че среднопретеглената цена да е минимална. На Фигура 6 тези цели, съответно на инвестиционните и финансовите решения, са посочени като неоптимални междинни цели. Неоптимални са по следната причина. Ако подходим от гл. т. на инвестиционните решения, максимализирането на доходността е свързано с поемане на все по-голям риск. Този риск обаче не може да остане „невидим“ за различните категории субекти, осигуряващи капиталите на фирмата – собственици (акционери) и кредитори. Съответно на това, те ще увеличат рисковите премии в своите изискуеми доходности, с което средното ниво на финансовия ресурс ще се повиши, което противоречи на междинната цел на финансовите решения. Аналогична би била линията на разсъждение, ако за изходна точка се вземе минимализирането на средната цена на капиталите. Ако тя се фиксира на нереално ниско равнище, то би се ограничил силно кръгът на доходностните инвестиции, които фирмата би могла да направи. Ето защо, дори в базовата литература по въпроса се приема, че финансовият мениджмънт трябва да преследва не друга цел, а максимализирането на стойността на фирмата. Проданов така например изтъква, че корпоративното финансово управление е насочено към създаването на стойност за собствениците или акционерите на компанията (Prodanov, 2012). Ако бъде представена тази стойност с базовия модел за оценка на финансови активи (2), то става видно, че в тази цел се съчетават резултатността от инвестициите (под формата на очаквани входящи парични потоци – $E(CF_t)$) със средната цена на капиталите (под формата на дисконтова норма - WACC), поради което може да се твърди, че тя е **оптимална**.

$$(1) V = \sum_{t=1}^{+\infty} PV[E(CF_t)] = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{E(CF_t)}{(1+WACC)^t},$$

където:

- V – стойност на фирмата;
- PV[...] – сегашна стойност;
- $E(CF_t)$ – очакван паричен поток в момента t;
- WACC – среднопретеглена цена на капиталите на фирмата.

Всичко това води до следните изводи:

- 1) Управленският финансов анализ се прилага от финансовите мениджъри при тяхната ежедневна управленска дейност, която е свързана с инвестиционни (капиталово-бюджетни) и финансови решения.
- 2) Този анализ служи да осигури информационната база за максимизационно решаване на горните управленски проблеми.

- 3) Оптималното решаване на финансовия и инвестиционен проблем не може да бъде постигнато без интегрирането им в единен критерий, свързан с максимизиране на фирмената стойност.

Последният извод идва да докаже, че управленският финансов анализ, целящ да осигури информационната основа за оптималното финансово управление, трябва да стъпва на похвати, модели и методи за измерване (оценяване) на фирмената стойност и контрол на влиянието върху нея на всяко управленско решение – инвестиционно или финансово. В англоезичната литература за този тип модели и методи се използва терминът “valuation”. Във “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies” Колър, Гьодхарт и Веселс (Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010) на въпроса „Защо да остойностяваме стойността¹“, изтъкват, че алтернативните критерии за управление на едно дружество не са нито толкова дългосрочни, нито толкова всеобхватни. Според тях все по-големият брой изследвания по въпроса показват, че компании, които прилагат критерия за максимализация на акционерното богатство, в дългосрочен план генерират по-голяма заетост, третират служителите си по-добре, задоволяват потребностите на клиентите си по-пълно и проявяват по-голяма корпоративна отговорност от по-„късогледите“ си конкуренти (тези, които се фокусират върху по-едностранчиви мерки, като например максимализация на печалбата).

В специализирани изследвания, свързани конкретно с управлението на застрахователни брокери, също се акцентира на стойностния подход. Така например Парис посочва, че независимо дали е налице фаза на твърд или мек застрахователен пазар, е от голяма важност за собствениците на застрахователни брокери да знаят стойността на техния бизнес (Parris, 2015) (Davis, H., Wood, D., 2004), (Leverett, E. J. Jr., Trieschmann, J., 1979). В противен случай могат да пропуснат подходящ момент да го продадат изгодно, а дори да не обмислят продажба, как биха могли да знаят дали управляват максимализиращо стойността, ако не оценяват периодически тази стойност.

2. Методология на изследването

На основа на горните изводи и разсъждения може да се направи заключение, че е от особена важност да се подбере правилно моделът за оценка и измерване стойността на фирмата. На основа на по-ранно изследване по въпроса (Здравков, 2018) беше направен изводът, че своеобразен „лидер“ сред методите е този на дисконтираните парични потоци поради своята прецизност, особено когато се прави оценка от вътрешни субекти, при дружества от затворен тип. На свой ред от групата от модели на дискон-

¹ “Why value value?”

тираните парични потоци се препоръчва използването на моделите на свободните парични потоци (FCF) и неговите разновидности – свободни парични потоци към фирмата (FCFF) и към капитала (FCFE). Това от своя страна изисква сравнителен анализ на няколко от водещите модели за това.

Редица изследвания и публикации имат за обект сравнението между тези модели. Сред тях могат да бъдат открити няколко труда на Дамодаран (**Damodaran, 2013**), Франсис, Олсън и Освалд (**Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D., 2000**), Пинто, Хенри и Робинсън (**Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J.D., 2010**) и най-вече Пенман и Сугианнис (**Penman, S. & Sougiannis, Th., 1998**). Основа на цитираните изследвания са конкретните формулировки за изчисляване на свободните парични потоци, които впоследствие биват дисконтирани и кумулирани. Различните източници посочват сходни, но различаващи се формули за изчисляване на свободните парични потоци към фирмата (FCFF), към собствения капитал (FCFE) и свободния паричен поток (FCF) (вж. (2), (3), (4), (5), (6)).

$$(2) \quad FCFF = NI + NCC + Int * (1 - Tax\ rate) - FCInv - WCInv,$$

където:

NI – нетна печалба;

NCC – Net noncash charges – нетни разходи, неформиращи изходящ паричен поток (амортизации на дълготрайни материални и нематериални активи).

*Int * (1 - Tax rate)* – следданъчни разходи за лихви;

FCInv – инвестиции във фиксиран капитал (ДМА);

WCInv – инвестиции в оборотен капитал.

$$(3) \quad FCFE = FCFF - Interest\ expense * (1 - Tax\ rate) + Net\ Borrowing$$

(Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J.D., 2010)

$$(4) \quad FCFE = Net\ Income - Net\ Capital\ Expenditures - Change\ in\ non - cash\ working\ capital - (Debt\ Repaid - New\ debt\ issued)$$

(Damodaran, 2013)

Специфична вариация на горните методи представлява моделът на Олсън и Франсис (Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D., 2000). В този модел паричният поток не е специфициран като такъв към капитала или към фирмата. Донякъде носи белезите и на първия, доколкото:

$$(5) \quad V_F^{FCF} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1+r_{WACC})^t} + ECMS_F - D_F - PS_F$$

$$FCF = (SALES_t - OPEXP_t - DEPEXP_t) * (1 - \tau) + DEPEXP_t - \Delta WC_t - CAPEXP_t$$

$$r_{WACC} = w_D(1 - \tau)r_D + w_{PS}r_{PS} + w_Er_E,$$

където:

V_F^{FCF} – пазарна стойност на собствения капитал в момент F;

$SALES_t$ – приходи за година t;

$OPEXP_t$ – оперативни разходи за година t;

$DEPEXP_t$ – разходи за амортизации за година t;

ΔWC_t – изменение в оборотния капитал за година t;

$CAPEXP_t$ – капиталови разходи за година t;

$ECMS_F$ – излъшъци от парични наличности и пазарни ценни книжа в момент F;

D_F – пазарна стойност на дълга в момент F;

PS_F – пазарна стойност на привилегированите акции в момент F;

r_{WACC} – средна претеглена цена на капиталите;

r_D – цена на дълга;

r_{PS} – цена на собствения капитал от привилегировани акции;

r_E – цена на собствения капитал от обикновени акции;

w_D – тегло на дълга в капиталовата структура;

w_{PS} – тегло на собствения капитал от привилегированите акции в капиталовата структура;

w_E – тегло на собствения капитал от обикновени акции в капиталовата структура;

τ – корпоративна данъчна ставка.

Освен от чистата или оперативна печалба, показателите за свободен паричен поток могат да се изчислят и на база отчета за паричните потоци. В този случай за изходна величина се използва паричният поток от оперативна дейност. (вж. (6))

$$(6) FCFF = CFO + Int * (1 - Tax\ rate) - FCInv,$$

където:

$CFO = Cash\ flow\ from\ operations$ – паричен поток от оперативна дейност, а другите, както по-горе.

Общото между всички модели е начинът, по който се привеждат очакваните свободни парични потоци към настоящата кумулативна стойност на фирмата. Тъй като по презумпция паричните потоци продължават до $+\infty$, което няма как да бъде прогнозирано, още по-малко с точност, то обикновено се прилага подход, който прогнозира точно паричните потоци до определен момент T в обозримото бъдеще и капитализира² с константен растеж към момент T всички потоци след този момент. Получената стойност е т.нар. терминална стойност (TV) и се дисконтира към нулевия момент с дисконтов фактор на степен T.

² По модела на Гордън $V_0 = \frac{Div_0 * (1+g)}{(k-g)}$

$$(7) V_0^{FCF_{F,E}} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF(F,E)_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^T},$$

$$\text{където } TV_T = \frac{FCF(F,E)_T * (1+g)}{(WACC-g)}.$$

Що се отнася до фактическото сравнение – възприема се подходът на Пенман и Сугианис (**Penman, S. & Sougiannis, Th., 1998**). При него се изчисляват за контролен исторически период свободните парични потоци за една акция, както и съответните терминални стойности, на тяхна база се пресмятат теоретични оценки на стойността на акциите. Тъй като се работи с ex-post данни, така получените стойностни оценки се сравняват с фактическите пазарни цени по периоди и се изчисляват грешки по формулата:

$$(8) Error = \frac{V_t - P_t}{P_t},$$

където:

Error – грешка;

V_t – теоретична стойностна оценка на акцията към момент „t“;

P_t – фактическа цена.

Привидното противоречие за изчисляване на очаквани стойности за вече минал период произтича от допускането за пълна прогнозируемост, т.е. в момент t-2 сме можели да предвидим със 100% точност компонентите на свободния паричен поток, които са точно равни на фактическите стойности, вече известни в момент t-1. Това че можем да използваме фактически финансови данни за компаниите, което позволява, изследването да се фокусира към самото приложение на моделите, а не върху второстепенния проблем по прогнозиране. На следващо място се допуска, че пазарните цени са еднакво ефективни, т.е. наблюдаваната грешка се дължи на вида модел, т.е. по-малката грешка може да се счита за доказателство за предимство на модела.

3. База данни

Базата данни се състои от финансови отчети, пазарни цени и друга публично достъпна информация за петте най-големи застрахователни брокера в света – Marsh&McLennan Cos. Inc., AON P.L.C., Arthur J. Gallagher, Willis Towers Watson P.L.C., Brown & Brown Inc. Подбрани са именно тези дружества, от една страна, защото заемат челните места по обем активи и приходи, а от друга, защото голяма част от останалите топброкери са непублични и не предоставят свободни данни. За изброените компании са свалени финансовите отчети³, както и пазарните цени за периода 2009–2018 година, като свободни парични потоци са изчислявани за периода 2010–2018 (Таблица 3). Отчетите са на годишна база, а цените на месечна и годишна. Фактическите пазарни цени са използвани и за изчисле-

³ www.sec.gov

ние на бета-коэффициентите, съгласно CAPM-модела, във връзка с на цената на собствения капитал (k_e) в рамките на среднопретеглената цена на капиталите WACC, явяваща се дисконтова норма. Безрисковата доходност и пазарната доходност по CAPM са от Damodaran online - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

За всеки 9-годишен период на всеки от 5-те брокера са изчислени пет повторения на модела с по петгодишни парични потоци всяко. Данните са получени със застъпване (вж. Таблица 1). За всеки 5-годишен период е изчислен един бета-коэффициент на основата на исторически данни за доходността на дадената акция (r_i) и доходността на пазарния индекс S&P 500 (r_m) за предходните 5 години. За дисконтова норма е използвана средната претеглена цена на капиталите на фирмата (WACC) с параметри, изчислени за всяка от петте години и осреднени към една стойност за конкретния петгодишен период. За терминална стойност е използвана фактическата пазарна цена в края на петгодишния период, което съвпада с допускането за възможност за перфектна прогнозируемост и същевременно с допускането, че пазарните цени отразяват ефективно реалната стойност на всички очаквани парични потоци и растеж.

Таблица 1.

Дисконтирани парични потоци FCFF – повторения със застъпване

Run	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TV	DTV
1	9.13	11.29	22.61	7.99	9.39					108	70
2		12.47	25.30	9.05	10.78	23.27				122	84
3			26.99	9.56	11.27	24.10	24.35			117	77
4				10.40	12.27	26.23	26.50	29.25		146	96
5					13.81	30.60	32.02	36.60	57.73	150	117

Таблица 2

Калкулации на грешките

Резултати за FCFF по Пинто, Хенри и Робинсън							
r_m	r_f	beta	Tax rate	WACC	Value	Price	Грешки
12%	0.07%	1.038	12%	9%	72.60	55.19	0.32
10%	0.08%	1.014	6%	8%	92.85	81.69	0.14
12%	0.18%	1.023	9%	9%	85.36	86.83	-0.02
13%	0.45%	0.929	19%	9%	102.08	82.27	0.24
6%	0.91%	0.804	11%	5%	162.11	101.89	0.59
Резултати за FCFE по Дамодаран							
r_m	r_f	beta	Tax rate	WACC	Value	Price	Грешки
12%	0.07%	1.038	12%	9%	71.95	55.19	0.30
10%	0.08%	1.014	6%	8%	85.87	81.69	0.05
12%	-0.18%	1.023	9%	9%	70.32	86.83	-0.19
13%	0.45%	0.929	19%	9%	82.42	82.27	0.00
6%	0.91%	0.804	11%	5%	139.58	101.89	0.37

Таблица 3

Изчисление на модел на свободните парични потоци за едно от дружествата в извадката

Willis Towers Watson P.L.C.,									
FCFF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Income, mln USD	447	207	-438	377	373	384	438	592	715
Effective tax rate	23.85%	13.39%	-29.97%	24.45%	30.69%	-9.71%	28.07%	20.33%	-15.98%
D&A	\$ 145	\$ 142	\$ 138	\$ 149	\$ 146	\$ 171	\$ 769	\$ 784	\$ 742
Interest	\$ 166	\$ 156	\$ 128	\$ 126	\$ 135	\$ 142	\$ 184	\$ 188	\$ 208
Long-term investments	\$ 92	\$ 99	\$ 141	\$ 107	\$ 94	\$ 175	\$ 454	\$ 349	\$ 165
Net Working capital	791	991	704	987	628	-298	422	1106	1119
ΔNWC	314	200	-287	283	-359	-926	720	684	13
Number of stocks	171 257 649	174 139 971	173 653 860	179 021 595	179 479 552	138 172 062	135 527 821	132 216 177	129 101 873
FCFF	-132	-21	448	-140	510	1 083	-270	-95	811
FCFF per share, USD	-0.77	-0.12	2.58	-0.78	2.84	7.84	-1.99	-0.72	6.28
FCFE – Damodaran									
Net Income	\$ 455	\$ 204	\$ (446)	\$ 365	\$ 362	\$ 373	\$ 420	\$ 568	\$ 695
- Net Capital Expenditures	\$ 92	\$ 99	\$ 141	\$ 107	\$ 94	\$ 175	\$ 454	\$ 349	\$ 165
- Change in Noncash WC	314	200	-287	283	-359	-926	720	684	13
- Net Borrowing	-107	102	-16	-27	-29	969	599	670	40
FCFE	\$ 156	\$ (197)	\$ (284)	\$ 2	\$ 656	\$ 155	\$ (1 353)	\$ (1 135)	\$ 477
FCFE per share	0.91	-1.13	-1.64	0.01	3.66	1.12	-9.98	-8.58	3.69

4. Резултати

Най-добрият модел се оценява на база най-ниска грешка. Показателите могат да бъдат видени в Таблица 4 по-долу. Най-ниска грешка и съответно най-добър резултат дава моделът на свободните парични потоци по Дамодаран (**Damodaran, 2013**).

Таблица 4
Средни грешки на моделите

	FCFF - Пинто, Робинсън	FCFE - Пинто, Робинсън	FCFE - Дамодаран	FCF - Олсън, Франис, Освалд	Средно
Marsh & McLennan Cos. Inc.	0.9317	1.0115	0.1648	1.8290	0.9843
Aon P.L.C.	1.2332	1.3061	1.1193	1.3061	1.2412
Willis Towers Watson P.L.C.	0.2534	0.3383	0.1073	0.3464	0.2613
Arthur J. Gallagher.	0.5761	0.7986	0.3796	1.3383	0.7732
Brown & Brown Inc.	0.7541	1.2947	0.6169	2.0620	1.1819
Средно	0.7497	0.9498	0.4776	1.3764	0.8884

В случая най-голям интерес представлява причината за установените грешки в моделите. Пенман и Суганис посочват, че те са в основата на метода за привеждане на безкрайния ред към краен, т.е. изчисляването на терминалната стойност. В случая виждаме потвърждение на това, като дори интерполацията на фактическата терминална стойност (истинската историческа цена, на която акцията е могла да бъде продадена в края на периода) води до значително надценяване на стойността на акцията. В подкрепа на това може да бъде приведен вариант на Таблица 4, изчислен с терминална стойност по модела на Гордън, ползвайки последния паричен поток и WACC със заложен консервативен растеж от 2%. Както се вижда, средните грешки по абсолютна стойност стават значително по-ниски при 4 от петте дружества. Отрицателните стойности индикират **подценяване** на стойността от модела, което се дължи на ниския допуснат очакван растеж.

Таблица 4а
Средни грешки на прогнозите при алтернативна терминална стойност

	FCFF - Пинто, Робинсън	FCFE - Пинто, Робинсън	FCFE - Дамодаран	FCF - Олсън, Франис, Ос- валд	Средно
Marsh & McLennan Cos. Inc.	-0.2679	-0.1881	-1.0348	0.3169	-0.2935
Aon P.L.C.	1.5102	1.5830	1.3963	1.5831	1.5181
Willis Towers Watson P.L.C.	-0.5826	-0.4977	-0.7287	-0.6452	-0.6135
Arthur J. Gallagher.	-0.6996	-0.4771	-0.8961	-0.5521	-0.6562
Brown & Brown Inc.	-0.7758	-0.2352	-0.9130	0.0275	-0.4741
Средно	-0.1632	0.0370	-0.4353	0.1460	-0.1039

Заклучение

Оптималното финансово управление на брокерска фирма, занимаваща се със застрахователно посредничество, е предизвикателство, изискващо постоянен контрол над ефекта на потенциалните управленски решения върху финансовото състояние на фирмата. За целта финансовият мениджър следва да прилага комплекс от похвати за финансов анализ на управляваното дружество, сред които важно място заемат моделите за оценка на стойността. Чрез тях може да се проконтролира влиянието на вътрешни и външни фактори върху фирмената стойност. На основа на задълбочено теоретично и емпирично сравнение на тези модели се достига до извода, че най-точни резултати дава моделът на свободните парични потоци към капитала, съгласно формулировката от изследването на Дамодаран (**Damodaran, 2013**). Общ проблем на всички модели е изчисляването на терминалната стойност.

Използвани източници

- Захариев, А. et al. (2017). *Финансов анализ*. Свищов: АИ Ценов.
- Захариев, А. и др. (2017). *Финансов анализ*. Велико Търново: Фабер.
- Здравков, Н. (2018). АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ФИРМЕНАТА СТОЙНОСТ ПРИ МЕНИДЖМЪНТА НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ БРОКЕРСКИ ФИРМИ. *Годишен алманах "Научни изследвания на докторанти"*, 285-296.
- Проданов, Ст. & Павлов, Ц. (2016). Сравнителен анализ на водещи модели за оценка на финансови активи, основани на потреблението. *Народностопански архив*(1), 22-49.
- Brealey, R., Myers, St. & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance Third Edition*. McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2013). Valuing Financial Service Firms. *Journal of Financial*, 59-74.
- Davis, H., Wood, D. (2004). An Insurance Agency Valuation Model. *CPCU eJOURNAL*.
- Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 38, 45-70.
- Fridson, M. & Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

- Parris, L. (June 2015 г.). *How to Value Your Insurance Brokerage*. Изтеглено на 18 June 2019 г. от <https://mercercapital.com>:
<https://mercercapital.com/insights/whitepapers/insurance-brokerage/>
- Penman, S. & Sougiannis, Th. (1998). A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 343-383.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J.D. (2010). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Prodanov, S. (2012). *Capital budgeting*. Veliko Tarnovo: ABAGAR Publishing House.

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЩОВ

ГОДИШЕН

АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ



Том XII, 2019

Книга 15

Том XII, 2019 г.
Книга 15

Академично издателство
„ЦЕНОВ“ - Свищов

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Доц. д-р Стефан Маринов Симеонов – главен редактор

Доц. д-р Росица Христова Колева – зам.главен редактор

Доц. д-р Красимира Борисова Славева – организационен секретар

Доц. д-р Марина Ангелова Николова

Доц. д-р Христо Георгиев Сирашки

Доц. д-р Ваня Григорова

Екип за техническо обслужване:

Анка Петкова Танева – стилев редактор

Ст. преп. Маргарита Евгениева Михайлова – превод и редакция
на английски език

Милена Димитрова Александрова – технически секретар

ISSN 1313-6542

СЪДЪРЖАНИЕ

Студии

Таня Стайкова Йорданова ПОВЕДЕНИЕ НА ДОМАКИНСТВОТА В БЪЛГАРИЯ ПРИ ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ ЗА СПЕСТЯВАНЕ И ИНВЕСТИРАНЕ	5
Анелия Стефанова Пенева АНАЛИЗ НА ВЗАИМОВРЪЗКИТЕ МЕЖДУ КАПИТАЛОВИТЕ И ВАЛУТНИТЕ ПАЗАРИ	29
Криста Цветанова Нейкова КОНЦЕПТУАЛНИ ОСНОВИ НА ЛОЯЛНОСТТА	51
Борислав Красимиров Киров ЕФЕКТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ КРЕДИТНИ РЕГУЛАЦИИ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ	78
Марията Бориславова Спасова ПРОГРАМАТА ЗА ОСИГУРЯВАНЕ НА КАЧЕСТВО И УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ – ОСНОВА ЗА ПОВИШАВАНЕ КАЧЕСТВОТО НА ВЪТРЕШНИЯ ОДИТ В ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР	98
Михаела Стоянова Монова НОВИТЕ ЗАКОНОДАТЕЛНИТЕ ПРОМЕНИ ПО ЗАСТРАХОВКА „ГРАЖДАНСКА ОТГОВОРНОСТ“ НА АВТОМОБИЛИСТИТЕ И ВЛИЯНИЕТО ИМ ВЪРХУ ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ НА БЪЛГАРСКИЯ ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ПАЗАР	125

Статии

Юлиан Сашков Бенев АНАЛИЗ НА АКТУАЛНИТЕ ПРОБЛЕМИ В БАНКОВАТА СФЕРА И НЕЙНАТА СТРАТЕГИЧЕСКА ОРИЕНТАЦИЯ В КОНТЕКСТА НА ДИГИТАЛИЗАЦИЯТА НА БАНКОВИТЕ УСЛУГИ В ЕС	157
Пресиян Илианов Василев ОРГАНИЗАЦИОННИ ПОДХОДИ ЗА МИНИМАЛИЗИРАНЕ НА КИБЕРРИСКОВЕТЕ ПРИ ОДИТОРСКАТА ДЕЙНОСТ	174

Цветелина Красмирова Иванова НАСОКИ ЗА УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ НА ОРГАНИЗАЦИОННАТА КУЛТУРА	190
Димитър Пламенов Попов ИЗСЛЕДВАНЕ НА ОБЕМА И ДИНАМИКАТА НА СЕКЮРИТИЗИРАНИЯ ВЪТРЕШЕН ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ В ПЕРИОДА СЛЕД ПРИСЪЕДИНЯВАНЕТО КЪМ ЕС	213
Пламен Василев Георгиев СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА. ЕФЕКТИ И ЗАПЛАХИ ЗА БАНКОВАТА СИСТЕМА	226
Светла Михайлова Боянова ОТНОСНО ЗНАЧЕНИЕТО НА ВЪТРЕШНИЯ КОНТРОЛ ЗА БАНКОВАТА СИГУРНОСТ	237
Венцислав Георгиев Диков РЕГУЛАТОРНА РАМКА ЗА ФИНАНСОВО-ИКОНОМИЧЕСКА ЗАЩИТА НА АВТОРСКИТЕ ПРАВА В ЕС	266
Муса Мустафа Сръкьов МОДЕЛ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА СРЕДНИТЕ УЧИЛИЩА „БОНУС–ВАУЧЕР“	277
Николай Тодоров Здравков УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ПОСРЕДНИЧЕСКИ ФИРМИ - СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА МОДЕЛИ НА СВОБОДНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	285
Таня Иванова Рисемова ПРОБЛЕМИ НА ЗАЕТОСТТА И БЕЗРАБОТИЦАТА В БЪЛГАРСКИТЕ ОБЛАСТИ ПО ТЕЧЕНИЕТО НА ДОЛЕН ДУНАВ	298
Ана Борисова Иванова ИЗТОЧНИЦИ И МОДЕЛИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ЗДРАВЕОПАЗВАНЕТО – СПЕЦИФИКА И ЕФЕКТИВНОСТ ПРИ ПРЕДОСТАВЯНЕ НА ЗДРАВНИ УСЛУГИ ...	313
Люба Мартинова Митева КРИТИЧЕН АНАЛИЗ НА ПРОБЛЕМИТЕ В БОЛНИЧНИЯ СЕКТОР	325

Станислав Иванов Шишманов БАНКИТЕ И КАСОВОТО ИЗПЪЛНЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ И ОБЩИНСКИТЕ БЮДЖЕТИ	341
Валери Йорданов Велковски ПРОБЛЕМИ НА УСТРОЙСТВЕНИТЕ ПОЛИТИКИ И УСТРОЙСТВЕНИТЕ МЕРОПРИЯТИЯ В ЗЕМЕДЕЛСКИТЕ ЗЕМИ (НА ПРИМЕРА НА ЕМПИРИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ)	355
Симеон Венциславов Симеонов СПЕЦИФИКА НА ТУРИСТА ПРАКТИКУВАЩ КУЛИНАРЕН ТУРИЗЪМ	383
Emre Zafer Güney BUTCHERS SCHEDULING MODEL EXAMINATION BY TIME STUDY OBSERVATIONS	398
Андрей Йорданов ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД ТОВА ДА БЪДЕШ AGILE /SCRUM	408
Диана Христова КОРПОРАТИВНА АМНЕЗИЯ И МОНИТОРИНГ НА НЕЯВНИТЕ ЗНАНИЯ В ОРГАНИЗАЦИИТЕ	416
Борислав Боев ПРОЕКТНОТО УПРАВЛЕНИЕ ПРИ ИЗГРАЖДАНЕТО НА НОВИ ЯДРЕНИ МОЩНОСТИ – ОСОБЕНОСТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА	424
Димитър Георгиев Тричков ПАЗАРНИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ВЪЗМОЖНОСТИ ПРЕД ТЕЛЕКОМИТЕ В БЪЛГАРИЯ	445
Veneta Todorova Lyubenova BRAND TRUST AS A SOURCE OF BRAND EQUITY	473
Росица Атанасова Проданова ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА – АНАЛИЗ НА ИНСТИТУЦИЯТА И ПОЗИЦИЯТА Й В СЧЕТОВОДНИЯ БАЛАНС	488
Зорница Крумова ИНОВАЦИИ – ОСНОВЕН ФАКТОР ЗА ПОВИШАВАНЕ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА	507
Yaakov Itach FINANCIAL LITERACY LEVEL OF HIGH SCHOOL STUDENTS AND ITS ECONOMIC PATTERNS REFLECTIONS	518

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ
Студии и статии
Том XII – 2019, книга 15

Даден за печат на 28.05.2020 г., излязъл от печат 02.06.2020 г.
Поръчка № 18464; формат 16/70/100; тираж 50

ISSN 1313-6542

Издателство и печат: Академично издателство „Ценов“
Свищов, ул. Градево № 24