



# Относно някои проблеми при оценяване на предприятия

Румен Домбашов\*

## Увод

Оценяването на предприятията е направление в бизнес оценяването. По отношение на предприятието оценяването има две основни предназначения – от една страна това е необходимостта за ефективното финансово управление на предприятието, а от друга страна то се използва за целите на широката инвестиционна общност (Цонкова, 2019г.).

В този контекст на първо място следва да се отбележи, че ефективно финансово управление не е възможно без да се оцени предприятието. Определянето на справедливата му пазарна стойност може да се използва като универсален показател за ефективността на управленската стратегия (Илийчовски, 2008г.).

На второ място, от инвестиционна гледна точка управленски решения, базирани на стойността на предприятията, имат за цел създаване на нарастваща стойност за собствениците и поддържане на конкурентни предимства за предприятията. Динамичните промени в икономическата действителност в международен мащаб, както и все по-сериозната „пропаст“ между счетоводната и пазарната стойност на предприятията, правят въпросът изключително актуален днес (Атанасов, 2019).

Целта на тази статия е да се изведат и анализират някои проблеми при оценяване на предприятията чрез провеждане на аналитичен преглед на българската научна литература, индексирани в научната база данни Google Scholar. Прегледът обхваща периода до края на

май 2022 година. В методологическо отношение прегледът използва систематичен подход и методите на индукция и дедукция.

Формулиран е следният изследователски въпрос (ИВ):

ИВ Какви проблеми са известни в българската научна литература, свързани с управленските дейности по оценяване на предприятието?

Статията е разработена в три части. В първата част е изяснена методологията на прегледа на литературата. Във втората част са представени резултатите от прегледа. Третата част обхваща дискусия по темата на прегледа. В нея е даден отговор на поставения изследователски въпрос. Посочени са и някои идеи за бъдещи изследвания по проучваната тема.

## 1. Методология на прегледа

Настоящият преглед на научната литература има аналитичен характер, като използва структуриран подход.

Прегледът е проведен на три етапа:

- Разработване на протокол за търсене;
- Провеждане на търсенето; и
- Формулиране и анализ на резултатите.

### 1.1. Етап “Разработване на протокол на търсене”

Протоколът за преглед на научната литература, проведен в настоящата статия, е представен на фиг. 1. Протоколът се базира на препоръчаните от Moher et al. (2009) елементи за систематичен преглед на научната литература.

\* Ас. д-р Румен Домбашов  
Университет за национално и световно стопанство,  
Катедра „Управление“



**Фиг. 1. Протокол за преглед на научната литература**

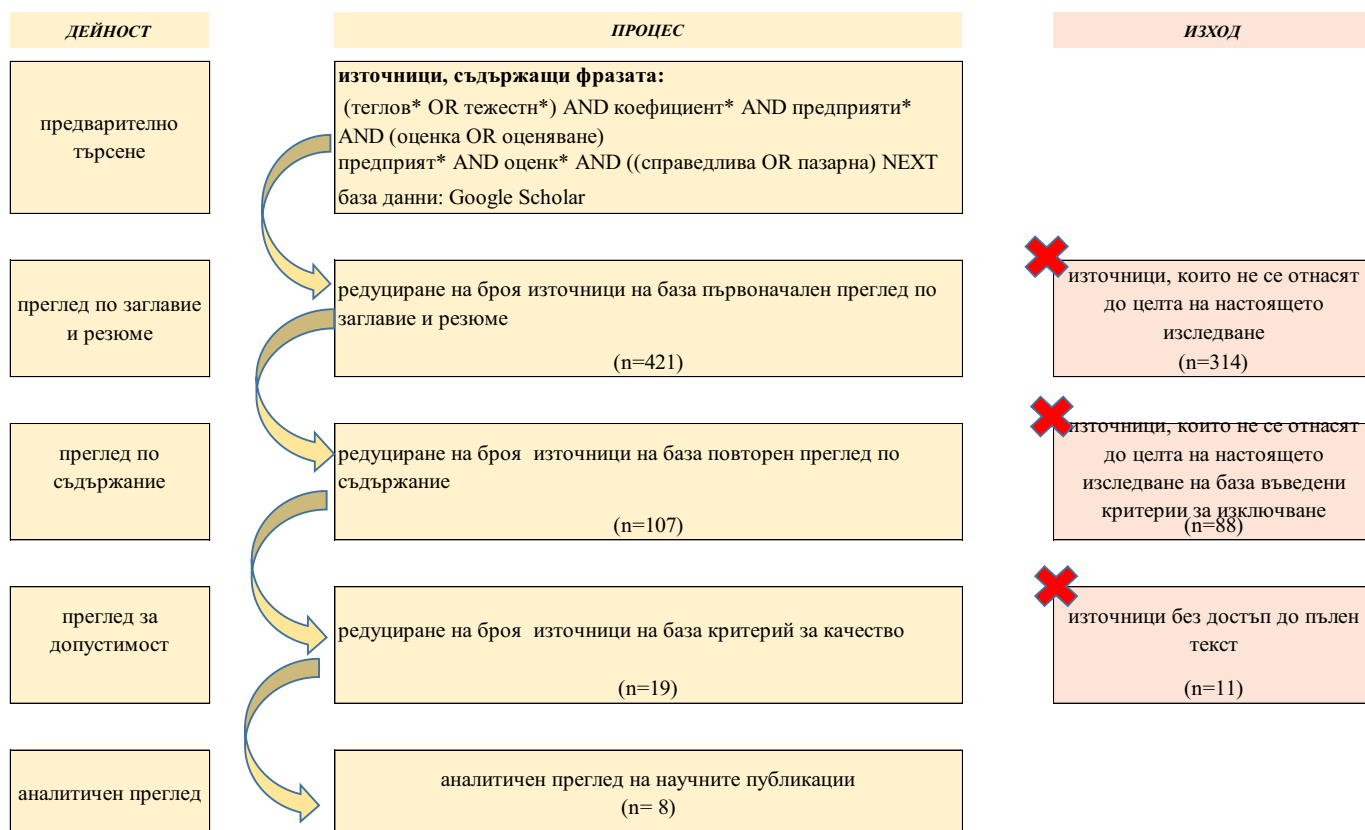
<p><i>Необходимост от преглед на литературата</i></p> <p>Целта на тази статия е да се анализират някои проблеми при оценяване на предприятията чрез провеждане на аналитичен преглед на българската научна литература, индексирана в научната база данни Google Scholar.</p>
<p><i>Изследователски въпроси (RQ)</i></p> <p>ИКакви проблеми са известни в българската научна литература, свързани с управленските дейности по оценяване на предприятието?</p>
<p><i>Източници на търсене</i></p> <p>Google Scholar</p>
<p><i>Фрази за търсене</i></p> <p>(теглов* OR тежестн*) AND коефициент* AND предприяти* AND (оценка OR оценяване) предприят* AND оценк* AND ((справедлива OR пазарна) NEXT стойност)</p>
<p><i>Стратегия за търсене</i></p> <p>полета: "със всички думи", "където и да е в източника " период: 31-05-2022г.</p>
<p><i>Критерии на търсене</i></p> <p>Източници, съдържащи фразите за търсене; Видове документи: всички източници; Език: български.</p>
<p><i>Критерии за изключване</i></p> <p>Източници, които са: 1) не са свързани с темата на настоящия преглед; 2) извън целта на настоящия преглед</p>
<p><i>Критерии за качество</i></p> <p>Източници с отворен достъп</p>

### **1.2. Етап “Провеждане на търсенето”**

Аналитичният преглед на българската научна литература обхваща пет дейности (фиг. 2): първоначално търсене, преглед по резюме и заглавие, преглед по съдържание, преглед за допустимост. Търсенето е проведено в съответствие с възприетите критерии за търсене, за изключване и за качество, описани в протокола от фиг. 1.



Фиг. 2. Диаграма на прегледа на научната литература



421 записа (научни публикации) бяха открити в резултат от дейността “първоначално търсене”. Заглавията и резюметата на тези записи бяха прегледани и анализирани за връзка с темата на настоящия преглед в едноименната втора дейност. Поради отсъствие на такава връзка, 314 записа бяха отстранени от първоначално откритите 421 записа. В третата дейност от търсенето беше анализирано съдържанието на останалите 107 записа по втория критерий за изключване (фиг.1). Като резултат бяха изключени 88 записа, които не съответстваха на темата на настоящия преглед. Така наборът от записи беше сведен до 19 записа. В четвъртата дейност “преглед за допустимост” бяха отстранени 11 записа с липсващ пълен текст. В петата дейност беше определен наборът от източници на публикуване, използвани като основа на настоящия анализ на литературата. Това са 8 източника, които са представени на фиг. 3.

Фиг. 3 Набор от източници, използвани в прегледа на научната литература

1	Опционен подход за оценка на предприятие	(Илийчовски, 2008)
2	Сравнителен подход в оценката на бизнеса в условия на формиращ се пазар.	(Касърова и др., 2009)
3	Финансови аспекти при оценката на проекти при строително предприемачество	(Моравенов, 2015)
4	Репутацията, като обект на счетоводството	(Атанасов, 2019)
5	Относително някои аспекти при оценка на предприятие	(Цанкова, 2019)
6	Оценяване на акции чрез пазарни индикатори	(Канарян, 2016)
7	Връзка между амортизация и печалба	(Димитров, 2017)
8	финансовият аспект на новата парадигма в корпоративния мениджмънт - управление на стойността	(Касърова, 2010)



## 2. Резултати

Все повече бизнес субекти се сблъскват с необходимостта от разработване на концепция за оценка на предприятие, защото от степента на обосноваване на оценката до голяма степен зависи пълнотата и обективността на изпълнение на интересите на отделните субекти (Илийчовски, 2008г.). Съгласно възприетите Българските стандарти за оценяване (БСО, 2018) от Камарата на независимите оценители в България, стойността на предприятията се оценява на базата на три подхода: пазарен, приходен и разходен. Авторите, които работят по тази тематика, предлагат различни методи, базирани на трите основни подхода, като тези подходи се допълват, а не се изключват взаимно. Според Касърова оценката на всеки от елементите чисти активи на предприятието, доходи, които ще получават акционерите и ценова информация за аналози, се свързва с използване на един от трите класически оценителски подхода.

Международните стандарти за оценяване на предприятието препоръчват използването на повече от един метод при отсъствие на достатъчно начални данни (МСО 105, 2017). Всеки от тези методи има своите предимства и недостатъци, а приложението им е свързано с редица ограничения и трудности, които влияят върху крайната стойност на оценката (Damodaran, 2002). Решението на кой метод какво тегло да се даде при формирането на заключението за стойността е на оценителя и зависи от неговата преценка за степента на надеждност на съответния метод в конкретния случай (Илийчовски, 2008). На практика е възможно един и същи обект, оценен към даден момент, да получи различна стойност в зависимост от целта на оценката (Илийчовски, 2008г.). Възможна е голяма разлика между стойността на предприятието, определена по разходния и приходния подходи, поради факта, че първият се базира на счетоводна информация, а вторият на бъдещи постъпления. Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и изборът на входящите данни, е субективно мнение на оценителя (Цонкова, 2019). Според Канарян (2016) кои подходи ще се прилагат за оценяване

зависи от способността на оценителя да прецени уместността на похода за целите на изготвената оценка. Практиката показва, че изборът на конкретен подход до голяма степен се основава на индивидуалната преценка на оценителя. В тази връзка като *основен проблем* при оценяване на предприятия може да се посочи наличието на субективизъм, който присъства на почти всички етапи на оценяването.

Според повечето автори съществуват и *други проблеми* при прилагането на отделните подходи, както следва:

✓ Пазарният подход е сравнително кратък и лесен за приложение при наличие на покупко-продажби на капиталовия пазар на съпоставими предприятия. *Проблем* при прилагането на този подход е намиране на предприятия-аналози. Аналогично е заключението и на Касърова. Според нея, пазарният подход е труден за използване в условията на формиращ се капиталов пазар, какъвто е този в България. Ограниченият брой на компаниите, търгувани на БФБ, и все още ниските обеми на продажби не предлагат много възможности за избор на аналози (Касърова и др, 2009). Касърова счита, че съществува реална опасност от сериозно надценяване на оценявания обект, когато той е от формиращ се пазар, а аналозите са представителни за формиран (изграден) пазар. Поради факта, че не съществуват абсолютно еднакви предприятия, оценителят трябва да определи различията между тях и да ги направи съпоставими при определяне на стойността. Отново се сблъскваме с *проблема* за субективизма и възможностите за манипулация при определяне на корекционните коефициенти на основните показатели поради отсъствието на съвършени аналози.

✓ Приходният подход: Основен негов принцип е, че оценката на всеки актив може да бъде разглеждана като функция от (1) бъдещите парични постъпления за собственика на актива, (2) времето за получаване на тези доходи и (3) риска, свързан с реализирането на предполагаемите доходи за определеното време (Атанасов, 2019). Методите в състава на подхода, основан на пазарните множители (market multiples), се основават на текущото състояние на пазарите. Те преодоляват недостатъците на абсолютните величини. Основен *проблем*, който възниква при тяхното



приложение е условността при прогнозирането на бъдещето на предприятието и конкретните променливи в състава на крайните показатели. Това прави подхода трудоемък и многоетапен, изисква високо равнище на знания, професионални умения. Според Канарян *проблем* при прилагането на приходния подход е свободния достъп до финансова информация не само за оценяваното предприятие, но и за аналозите. Тази информация се разпространява основно чрез доставчици на финансови данни на основата на месечен абонамент. В интернет съществуват подобни данни, но няма яснота доколко са актуални и с какво закъснение се осъвременяват. Информация има за много малко компании, обикновено най-търгуваните, с висока пазарна капитализация и с висок дял в еталонния индекс на пазара (Канарян, 2016). Според Димитров съществуват и *проблеми* с достоверността на финансовите отчети, което довежда до намаляване на доверието към традиционното разбиране за бизнес успеха, а именно печалбата. В последните години печалбата се измества от позициите на водещ показател за рентабилността на стопанската дейност, като отстъпва място на паричния поток. При метода на паричните потоци разходите и приходите се разпределят във времето на тяхното възникване (Моравенов, 2015). За неговото изчисляване са необходими данни от финансовите отчети на компаниите, но и се взема под внимание мнението на капиталовия пазар за бъдещото поведение на компанията. Идеята се споделя от редица автори, които отбелязват, че „паричният поток е факт, а печалбата - мнение“ (Димитров, 2017). Димитров прави и връзка между избрания модел на амортизация и паричните потоци, т.е. как избраният модел за амортизация ще повлияе на паричните потоци.

Според Атанасов *основните проблеми* са, че предприятията не оповестяват в достатъчна степен ключовите допускания, които мениджмънтът използва по отношение на прогнозни парични потоци или приложението на твърде оптимистични прогнози за растеж. Този автор счита, че прекалено сложните процедури, залегнали в счетоводните стандарти, понякога се явяват основен фактор предприятията да ги избягват чрез прилагане на различни техники, което в крайна сметка води до

манипулиране или недостатъчна степен на разкриване на необходимата полезна информация.

✓ Разходният подход се основава на счетоводни данни. Методите, които се базират на него, са относително лесни за приложение. Те биха могли да се използват за първоначална ориентираща и сравнително бърза оценка. Основен *недостатък* на този подход е, че чрез него не се оценява потенциала на предприятието да генерира доходи.

### 3. Дискусия

Управленското решение в съвременните условия може да се счита за приемливо, ако реализацията му осигурява повишаване на стойността на компанията. Системите за управленски контрол по своята същност е интегрирана организационна система, която предоставя информационната осигуреност на ръководителите в организацията да взимат информирани управленски решения (Ангелова, 2022). Стойността е в центъра на управленска концепция, известна под името “Управление на стойността” (Value Based Management - VBM). В съответствие с тази концепция компанията е механизъм за създаване на стойност и благосъстояние за собствениците (Касърова, 2010). За българските компании стойностният подход в управлението е особено актуален в условията на глобална конкуренция, макар че внедряването му е затруднено поради отсъствието на пълноценен капиталов пазар и недостатъчната публичност на българските компании (Касърова, 2010).

Относно поставения изследователски въпрос, на базата на резултатите от проведения преглед на българската научна литература, са изведени следните *проблеми при оценяване на предприятията*:

✓ Субективизъм при оценяване на предприятието: В практиката оценителите правят известни корекции на оценката на предприятието с цел да се доближат до резултатите, които първоначално са очаквали. Тези корекции поражда субективизъм. Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и



преценката на входящите данни, зависи от субективно мнение на оценителя (Цонкова, 2019). От способността на оценителя зависи да прецени уместността на похода за целите на изготвената оценка. Според Илийчовски с прилагането на опционен подход до известна степен се решава проблемът със субективността при прогнозиране на паричните потоци и се отчита влиянието на някои детерминанти върху „действащото предприятие“ (Илийчовски, 2008).

✓ Липса на достъп до достоверна информация:

❖ Достъп до информация: Освен регулативните изисквания, важен въпрос, свързан с оценяването на предприятията, са източниците на информация за извършването на достоверна, надеждна и ефективна оценка. В основата на оценяването на предприятията са техните финансови отчети. Следва обаче да се има предвид ограничеността на информацията в тях, при което известно решение е задълбоченото запознаване с поясненията (Цонкова, 2019).

❖ Достоверност: Използването на разнообразна и достоверна информация от количествено и качествено естество, спазването на възприетите стандарти за оценяване и нормативната база, както и прилагането на различни подходи и методи за оценяване, са важни за надлежното провеждане на оценяването на предприятията. Само тогава изчислената стойност или диапазон около нея могат да бъдат полезни за вземане на обосновани решения от вътрешните или външните заинтересовани страни, в т. ч. собственици, мениджъри, потенциални инвеститори. (Цонкова, 2019).

✓ Липса на предприятия-аналози: Ограниченият брой на компаниите, търгувани на БФБ, и все още ниските обеми на продажби не предлагат много възможности за избор на аналози. В допълнение следва да се отбележат и отсъствието на пълноценен капиталов пазар и недостатъчната публичност на българските компании. Изход от ситуацията е използване на чужди аналози, което налага, обаче, серия от допълнителни корекции, свързани със “страновия” риск за привеждане на информацията към единен мащаб (Касърова, 2010). Този риск е допълнително генериран при

сделки на международно равнище в резултат на различия в икономиките, социално-политическите структури, географските и валутни специфики и оказва въздействие върху очакваната възвръщаемост на инвестиционното портфолио. Той е ключов фактор при вземане на инвестиционните решения.

✓ Наличието на условност при прогнозирането на бъдещите парични потоци: Предприятията не оповестяват в достатъчна степен ключовите допускания, които мениджмънтът използва по отношение на прогнозни парични потоци или използват твърде оптимистични прогнози за растеж в своите отчети (Атанасов, 2019).

Резултатите и изводите от настоящия преглед на научната литература се базират на набор от източници, генериран при следните *основни ограничения* (фиг. 1):

- Пълнотекстови документи, открити в Google Scholar;
- Период на прегледа - до края на май 2022г.;
- Език на търсене – български;
- Специфична фраза за търсене на източници.

Препоръките за бъдещи изследвания по темата на тази статия са свързани, на първо място, с отпадане или корекция в ограниченията, дефинирани в протокола за търсене (фиг.1). В този смисъл би било добре прегледът на литературата да се разшири и върху неиндексираната научна литература. Това са преди всичко монографии, учебници и учебни помагала. Аналогична препоръка е за разширяване на фразата и на езиците за търсене. На второ място, би могло да се направи подобен преглед на научната литература, индексирани библиографските бази Web of Science и Scopus.

## Заключение

В настоящата статия е направен аналитичен преглед на българската научна литература, индексирани в научната база данни Google Scholar, с цел да се изведат и анализират някои проблеми при оценяване на предприятията.



Прегледът обхваща всички научни публикации на български език, индексирани в Google Scholar до края на май 2022 година. За провеждане на прегледа е използван систематичен подход и методите на индукция и дедукция. Статията се базира на осем научни публикации, които съответстват на изследвания проблем.

Резултатите от прегледа показват, че темата е актуална в контекста на настоящата динамична икономическа среда. Констатирани са редица проблеми при оценяване на предприятия, свързани със субективизъм при оценяване на предприятието, липса на достъп до достоверна информация, условност при определяне на бъдещите парични потоци, отсъствие на пълноценен капиталов пазар и недостатъчна публичност на българските компании.

Приносът на статията е от теоретично естество. Изведени и анализирани са някои проблеми при оценяване на предприятията, които могат да послужат за основа за бъдещи разработки по изследваната тематика. Посочени са и препоръки за бъдещи изследвания.

#### ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА:

1. Angelova, A. (2022). Rolyata i znachenieto na sistemite za upravleniski control v suvremenniya svyat, *17 Mezhdunarodna nauchna konferenciya na mladite ucheni, fevruari 2022*, UNSS, Sofiya, pod pechat.
2. Atanasov At (2019). Reputatshiyata kato obekt na schetovodstvoto: Priznanie, otshenyavane, opovestyavane, MPRA (Munich Personal RePEc Archive), Paper No. 97938, Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/97938/>
3. Bulgarski standarti za otshenyavane (2018). Kamara na nezavisimite otsheniteli v Bulgaria. Izvlecheno ot: <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/hkxfb5j0pm19g2ya.pdf>.
4. Dimitrov, K (2017). Vruzka mezhdu amortizatshiya I pechalba.. *VUZF Review*, (2), 55-68. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3376554>.
5. Ilyuchovski, Sv. (2008). Optshionen podhod za otshenka na predpriyatie, *Narodnostopanski arkhiv*, 4, 45-56, <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=121061>.
6. Kanaryan, N. (2016). Otshenyavane na aktivi chrez pazarni mnozhiteli. Manual. Nauchen elektronen arkhiv na NBU, Sofiya, <http://eprints.nbu.bg/2889/>.
7. Kasurova, V. (2009). Pramatarska, Sv., & Lazarova, R., *Sravnitelniyat podhod v otshenkata na biznesa v usloviyata na formirasht se pazar*. V: *Finansovi resheniya: izsledvaniya i praktiki*. Nov Bulgarski universitet, Sofiya, str. 312-335, [http://eprints.nbu.bg/948/1/13\\_VK\\_SV\\_R.pdf](http://eprints.nbu.bg/948/1/13_VK_SV_R.pdf).
8. Kasurova V., (2010). Finansoviyat aspect na novata paradigma v korporativniyat menidzhmunt – upravlenie na stoynostta. *Korporativnite finansi v Bulgaria – dnes i utre:: Sbornik s dokladi ot nauchno-prakticheska konferentshiya: Sofiya: 28-29 septemvri 2009 g.* Nov bulgarski universitet, Sofiya, pp. 42-58.
9. Moravenov, M. (2015). Finasovi aspekti na otshenkata na proekti pri stroitelnoto predpriemachestvo, *Sbornik s dokladi ot 30-ta yubileyna mezhdunarodna nauchno-prakticheska konferentshiya "Stroitelno predpriemachestvo i nedvizhima sobstvenost"* – noemvri 2015, str. 456-466. <https://www.cceol.com/search/chapter-detail?id=556649>.
10. Mezhdunarodni standarti za otshenyavane. (2017, yuli 24). *Suвет za mezhdunarodnite standarti za otshenyavane (IVSC)*. Izvlecheno ot: <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/x4cw2fmh98y17sd6.pdf>
11. Tshonkova, V. (2019). Otnosno nyakoi aspekti pri otshenka na predpriyatie, *KNOWLEDGE – International Journal*, 35(1), 77-84, <https://ikm.mk/ojs/index.php/kij/article/view/1760>
12. Damodaran, A. (2002), *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, New York.
13. Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., Altman, D. G., Altman, D., Antes, G., & Clark, J. (2009). Preferred reporting items for systematic reviews and meta\_ analyses: the PRISMA statement (Chinese edition). *Journal of Chinese Integrative Medicine*, 7(9), 889 - 896. <https://doi.org/10.3736/jcim20090918>