

---

## ON SOME ASPECTS OF THE VALUATION OF ENTERPRISES

**Vanya Dencheva Tsonkova**

Faculty of Economics, St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Turnovo, Bulgaria,  
[v.tsonkova@ts.uni-vt.bg](mailto:v.tsonkova@ts.uni-vt.bg)

**Abstract:** The valuation of enterprises is one of the areas of business valuation, which includes also the valuation of real estate, machinery and equipment, agricultural land, financial instruments and institutions etc. In the Central and Eastern Europe countries this activity started to develop as a result of the privatization processes. An additional impetus for the popularity of the valuation was given by the concept of value-based management (VBM), which became popular in developed market economies in the 1990s.

The need for valuation of the enterprise results from the discrepancy between the market value and the book value of the enterprises, which is an issue especially in public companies.

The article focus on the role of enterprise valuation for the so-called stakeholders – owners (shareholders), managers, creditors, the state, society as a whole... It goes on to an overview of the regulatory framework related to valuation – in international and regional aspect, and also from the point of view of the Bulgarian national legislation. The status of the independent appraiser is also considered.

The article also looks at the main sources of information used in business valuation, both in the world practice and in relation to Bulgarian enterprises.

In the process of business valuation, owners and managers usually prefer professional business appraisers for an objective assessment of the value of the business. Assessment according to International Valuation Standards can be: internal – i.e. assigned by the evaluator's employer; external – this is an evaluation performed for clients (for third parties); valuation revisions – performed by a professional appraiser for the work of another appraiser, and the reviewer may perform some appraisal procedures and/ or give an opinion on value.

An enterprise's fair value measurement is defined as art and science at the same time. Different approaches, methods, models are used, but the selection of the most suitable ones, as well as the choice of the input data, is the subjective opinion of the appraiser.

Given the regulatory framework and the professional practice, the article explores the main approaches and methods for evaluating enterprises. The author suggests her own classification of the main assessment approaches – the balance approach; an approach based on market factors; discounted cash flow approach; an approach based on economic value-added value. The primary focus is to analyse the advantages and disadvantages as well as the adequacy of the application of the different approaches and methods.

**Keywords:** business valuation, independent appraiser, valuation approaches, methods of valuation, value-based management.

## ОТНОСНО НЯКОИ АСПЕКТИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕТО НА ПРЕДПРИЯТИЯ

**Ваня Денчева Цонкова**

Стопански факултет, Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“,  
[v.tsonkova@ts.uni-vt.bg](mailto:v.tsonkova@ts.uni-vt.bg)

**Резюме:** Оценка на предприятия е едно от направленията на бизнес оценяването, включващо още оценка на недвижими имоти, на машини и съоръжения, земеделски земи и пр. В държавите от Централна и Източна Европа тази дейност започна да се развива в резултат на приватизационните процеси. Допълнителен импулс за популярността на оценяването на предприятията дава концепцията „Управление, основано на стойността“, станала популярна в страните с развита пазарна икономика през 90-те години на миналия век. Необходимостта от оценка на предприятието произтича от разминаването между пазарната и балансовата стойност на предприятията, която е налице особено при публичните дружества.

В статията се изследва ролята на оценката на предприятието за т.нар. стейкхолдери или заинтересовани лица – собственици, мениджъри, кредитори, държавата, обществото като цяло... В нея се прави преглед на регулативната рамка, свързана с оценяването – както в международен аспект и в рамките на Европейския съюз, така и националното законодателство в България. Дефинира се статутът на независимия оценител, както и конкретно оценителите на предприятия.

В статията се представят и основните източници на информация, използвани в бизнес оценяването, както в световната практика, така и конкретно по отношение на българските предприятия.

При извършване на оценка на предприятията собствениците и мениджърите обикновено се обръщат към професионални бизнес оценители за обективна оценка на стойността на бизнеса. Оценката, съгласно Международните стандарти за оценяване, може да бъде: вътрешна – т.е. възложена от работодателя на оценителя; външна – това е оценка, извършвана за клиенти (за трети лица); ревизия на оценки – извършва се от професионален оценител за работата на друг оценител, като рецензентът може да извърши някои оценителски процедури и/или да даде мнение за стойност.

Оценката на справедливата стойност на дадено предприятие се определя като изкуство и наука едновременно. Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и изборът на входящите данни, е субективно мнение на оценителя.

Като се има предвид нормативната рамка и професионална практика, в работата се анализират основните подходи и методи за оценка на предприятия. Авторът извежда своя класификация на основните подходи за оценка – балансов подход; подход, основан на пазарните множители; подход, основан на дисконтираните парични потоци; подход, основан на добавената стойност от предприятието. Главният фокус е да се анализират предимствата и недостатъците, както и адекватността на приложение на отделните подходи и методи.

**Ключови думи:** оценка на предприятие, независим оценител, подходи за оценка, методи за оценка, стойност на предприятие.

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

Оценяването на предприятията е едно от направленията на бизнес оценяването. То е с двустранно предназначение – от една страна е необходимост за ефективното финансово управление на предприятието, а от друга се използва за целите на широката инвестиционна общност. Оценяването на предприятията придобива съвременен смисъл във връзка с популярността на концепцията за мениджмънта, ориентиран към стойността (Value-based management theory – VBM) и теорията на заинтересованите страни (Stake holder theory) (Касърова, 2008, сс. 30-39).

В специализираните научни изследвания у нас оценяването на предприятието е сравнително ново поле, за разлика от оценяването на конкретни активи, като недвижими имоти, земеделски земи, машини и съоръжения. Това е обяснимо предвид извършваната трансформация на българската икономика и сравнително кратките редове със статистически данни за предприятията. Въпреки това началото на интереса към комплексна оценка на предприятия датира още от 90-те години на миналия век и се свързва с приватизационните процеси и дейността на Агенцията за приватизация – единственият орган, извършващ лицензионна и образователна дейност за оценка на съответни активи.<sup>18</sup>

Турбулентността на бизнес процесите в условията на дигитална трансформация на икономиката, комплексната същност на предприятията, разнообразието от икономически агенти, имащи интерес към тяхното функциониране, поставят на преден план необходимостта от обективна, многоаспектна и прецизна оценка на предприятията, независимо от техните мащаби, правно-организационна форма и сфера на дейност.

С най-голямо въздействие върху фундаменталните основи на оценяването, систематизацията на подходите и имплементирането им в българската практика са трудовете на Н. Zukin (1990), Jensen (2001), Т. Copeland & V. Antikarov (2001), А. Damodaran (2012) и пр. Със съществен принос в научните изследвания, посветени на оценката на реални активи и цели предприятия у нас, са Д. Ненков, В. Касърова, А. Ганчев, А. Захариев, Н. Канарян, Й. Йорданов и др.

Цел на настоящата статия е да се анализират някои проблеми при оценяването на предприятия в българската практика, като се изхожда от регламентацията на процеса, прозрачността и многообразието на информационните източници, както и възможностите за прилагане на отделните подходи и методи за оценка.

<sup>18</sup> Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия, ДВ, бр. 38/ 1992, изм. и доп., отменен; Закон за приватизация и следприватизационен контрол, ДВ, бр. 28/2002, посл. изм. и доп., ДВ, бр. 56/2019.

## 2. ОТНОСНО СЪДЪРЖАНИЕТО И РОЛЯТА

В деловите и професионалните среди оценяването на предприятията по-често се свързва с термина „бизнес оценяване“ (business valuation) и се дефинира като общ процес на определяне на икономическата стойност на целия бизнес или на единица от предприятието (Hayes, 2019).

Според А. Ганчев, т.нар. бизнес оценяване, което той използва в широк смисъл, „е теория и практика за извеждане на количествена оценка на фирмените активи, финансовите инструменти, емитирани от фирмите или фирмите като цяло; то е важен инструмент за вземане на управленски решения...“ (Ганчев, Канарян, Сиркаров, Димитров, 2018, с. 15).

М. Крейн подчертава, че оценката на бизнеса е едновременно качествен и количествен анализ, в чиято основа стои оценката на инвестиционните рискове и доходи, които купувачът ще поеме след придобиването на бизнеса. Той обръща внимание също на спецификите в оценката на закритите компании, при които точната и детайлната информация често са недостъпни (Крейн, 2008, сс. 796-829).

Й. Йорданов изтъква, че „когато се оценява дадена фирма и присъединените към нея активи, следва да се имат предвид нейните особености и уникалност“ (Вачков, Спасова, Йорданов, Рафаилов, 2011, с. 295).

В Международните стандарти за оценяване (2017) се посочва, че оценката може да бъде: вътрешна – т.е. възложена от работодателя на оценителя; външна – това е оценка, извършвана за клиенти (за трети лица); ревизия на оценки – извършва се от професионален оценител за работата на друг оценител, като рецензентът може да извърши някои оценителски процедури и/или да даде мнение за стойност.

*Следователно оценяването на предприятията е сложен процес, извършван за целите на управлението на предприятието, както и от гледна точка на външните заинтересовани лица, предвид определяне на неговата стойност с използването на качествена и количествена информация за неговото минало и настояще и извършването на обосновани прогнози за развитието на макро и микросредата.*

Крайният резултат от оценяването на предприятията се свързва с определянето на стойността. Това е икономическа категория с множество проявления, като популярни са: икономическа, справедлива, пазарна, фундаментална, ликвидационна, балансова, инвестиционна и пр. В контекста на оценяването стойността се асоциира с намирането на такава величина или диапазон около нея, в съответствие със спазването на съответни оценителски стандарти и прилагането на подходящи методи.

Следването на процедурите по оценка на предприятия и определянето на стойността не са самоцелни – те произтичат от необходимостта собствениците и управленския екип да знаят точно позициите на компанията в сравнение с други сродни компании и тяхната динамика във времето. Целта е свързана и с търсене на възможности за корекция на слаби страни от дейността, с намерения за продажба на целия или част от бизнеса, както и с установяване на различни форми на партньорство. Оценяването е и в ползването на кръга на т.нар. външни стейкхолдери или заинтересовани лица, например потенциални инвеститори, консултантски и анализаторски компании, конкурентни предприятия, държавни институции и пр. Определянето на стойността на предприятията е важен аспект при калкулиране ефектите от сливания и придобивания (M&A), както и при данъчните процедури, съпътстващи преобразуване, производство по несъстоятелност и ликвидация.

## 3. ЗА РЕГУЛАТИВНИТЕ И ИНФОРМАЦИОННИТЕ ОСНОВИ НА ОЦЕНЯВАНЕТО

Именно предвид широкия обхват на заинтересованите лица и необходимостта от обективно, многоаспектно и прецизно определяне на стойността, бизнес оценяването е регламентирана дейност – тя се основава на прилагането на съответни стандарти и спазването на специализирана нормативна уредба. Проучването на регулативната рамка показва, че за българската практика влияние оказват:

- ✦ Международните стандарти за оценяване, МСО(2017). Те са приети от Съветът за международни стандарти за оценяване (IVSC) и са задължителни за прилагани у нас до средата на 2018 г.
- ✦ Международен стандарт за финансово отчитане (МСФО)13 – Оценяване на справедлива стойност(2019). Този стандарт дава насоки как се оценява „справедливата стойност“, като я дефинира така: „цената, която би била получена при продажба на даден актив или платена при прехвърлянето на задължение при обичайна сделка между пазарни участници към датата на оценката”.
- ✦ Българските стандарти за оценяване, БСО(2018). От 1 юни 2018 г. Камарата на независимите оценители в България (КНОБ) ги приема като задължителни за прилагане на територията на Р България. Дотогава като база за оценителската дейност у нас се прилагат Международните стандарти за оценяване. БСО са изготвени в съответствие със законодателството на Република България, относимото общностно право и оценителската практика, хармонизирани с Директивите и Регламентите на ЕС.
- ✦ Закон за независимите оценители (ЗНО). В него се урежда статутът, условията и редът за придобиване на правоспособност и за упражняване на оценителската професия, както и правата и задълженията на

независимите оценители (ЗНО).<sup>19</sup> В центъра на регулирането на дейността Законът поставя Камарата на независимите оценители – орган по признаване на професионалната квалификация по професията „независим оценител“. Съгласно чл. 5 независим оценител е лице, което въз основа на регистрацията в регистъра на независимите оценители, има право да изготвя и подписва доклад за оценка на обекти/активи, подлежащи на оценяване, като прилага утвърдените стандарти. Независимите оценители са физически или юридически лица. Дружеството на независим оценител е правен субект със самостоятелен сертификат.

Прегледът на правоспособностите, дефинирани в Закона, показва, че една от тях е оценителската правоспособност за предприятия и вземания. Близка, макар и отделна, е правоспособността за оценка на финансови активи и финансови институции.

От проучване на данните в регистъра на КНОБ е видно, че е налице нарастване на броя на издадените сертификати за независими оценители като цяло и по-конкретно за оценители на търговски предприятия и вземания (Таблица 1). Този факт говори за популяризирането на оценителската професия, което се дължи и на динамиката на икономическата активност и неизбежните промени в структурата на бизнес единиците. Необходимо е да се отбележи обаче, че значителна част от оценителите имат няколко оценителски правоспособности. Това е валидно в голяма степен за оценителите, които са юридически лица, тъй като в тях осъществяват оценителска дейност няколко оценители с различни правоспособности.

**Таблица 1. Динамика на регистрираните в КНОБ независими оценители**

	общо		от тях, с правоспособност „Търговски предприятия и вземания“	
	2011	2019	2011	2019
Оценители – физически лица	2923	3879	649	829
Оценители – юридически лица	123	217	79	126
общо	3046	4096	728	955

Източник: [www.ciab-bg.com](http://www.ciab-bg.com)

✚ По-конкретните разпоредби по отношение на оценяването се съдържат в две наредби на Комисията за финансов надзор (КФН). Те се прилагат съответно при оценка на публични дружества (Наредба № 41 на КФН) и при оценка на колективни инвестиционни схеми и национални инвестиционни фондове (Наредба № 44 на КФН).<sup>20</sup>

Освен регулативните изисквания, важен въпрос, свързан с оценяването на предприятията, са източниците на информация за извършването на достоверна, надеждна и ефективна оценка. Както при финансовия анализ, източниците се разграничават според целта на оценяването.

В основата на извършване на оценка на предприятието, особено за целите на външните стейкхолдери, са *финансовите отчети* на предприятията. Следва обаче да се има предвид ограничеността на информацията в тях, при което известно решение е задълбоченото запознаване с поясненията (Цонкова, 2019, с. 39).

При вътрешната оценка източник на информация е *цялостната управленска информационна система на предприятието*. Павлова (2010, с. 16) изтъква, че „за разлика от финансовите отчети които са публични, то управленските отчети обикновено са с определени нива на достъп, а някои са фирмена тайна“. Р. Петрова (2019, с. 60) дори отчита, че „управленската счетоводна информационна система частично регламентира отчетната политика на икономическите единици и използва всички източници (подчертаното е от автора – ВЦ), полезни за управлението“.

Оценяването на конкретно предприятие изисква използване и на бази данни за други предприятия, за съответния сектор, за националната, регионалната и световната икономика.

<sup>19</sup> Закон за независимите оценители, ДВ, бр. 98/2008 г., посл. изм. и доп. ДВ, бр. 19/2011 г.

<sup>20</sup> <https://www.fsc.bg/bg/pazari/kapitalov-pazar/normativna-uredba/naredbi/>

Източници на такава информация най-често са електронните страници и бюлетини на регулираните пазари на финансови инструменти (фондови борси, лицензирани платформи за многостранна търговия – MTF), рейтингови агенции, както специализирани издания, като например в САЩ – Almanac of Business and Industrial Financial Ratios, FTC Quarterly Reports и др.<sup>21</sup>, в Канада – [Statistics Canada](#), Dun & Bradstreet Canada, RMA Annual Statement Studies и др.<sup>22</sup>, във Великобритания – The Industry Watch Service by Merlin Scott Associates Ltd.<sup>23</sup>, в Сингапур – Singapore Exchange<sup>23</sup> (Матеев, 2017, сс. 108-109), и др. Най-богатите и използвани финансови бази данни, съдържащи профили на предприятия, макроикономически показатели, лихвени проценти, пазарни котировки и пр., се представят от компанията за технологии и финансови услуги Capital IQ<sup>24</sup> и канадската международна информационна компания ThomsonReuters.<sup>25</sup> У нас подобни сравнения могат да се извършват чрез Българска агенция за кредитен рейтинг (БАКР)<sup>26</sup>, публикуваща информация за присъдените рейтинги, както и за публичните дружества чрез приложението X3Analysis<sup>27</sup> на компанията Balkan Services. (Цонкова, 2019, сс. 23-24)

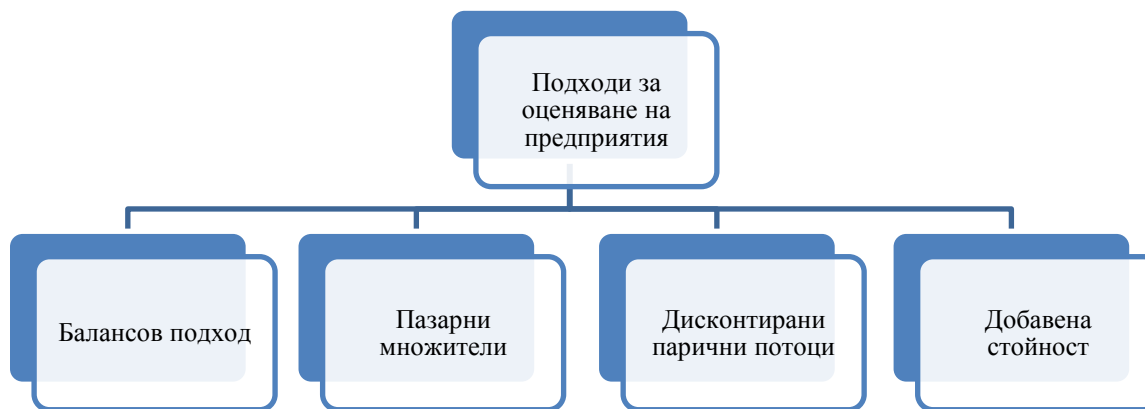
#### 4. ЗА ИЗБОРА НА ПОДХОДИ И МЕТОДИ

Оценката на справедливата стойност на дадено предприятие се определя като изкуство и наука едновременно (Hayes, 2019). Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и преценката на входящите данни, е субективно мнение на оценителя.

В регулативните документи, в специализираната литература и в практика няма единно мнение относно дефинирането на подходите и методите за оценка на цели предприятия.

От анализа на различните класификации следва изводът, че се използват различни наименования на методи с подобно съдържание или се използва различен мащаб на групиране на методите. Виждането на автора за систематиката на подходите е показано на Фигура 1. (Цонкова, 2019, сс. 107-129)

Фигура 1. Подходи за оценка на предприятията



Балансовият подход се нарича още счетоводен, защото се основава на счетоводни данни. Отделните му методи за относително лесни за прилагане и могат да се използват за първоначална ориентируваща и сравнително бърза оценка. Основният им недостатък е, че чрез тях се отчита единствено моментното състояние на активите и пасивите, а не бъдещото функциониране на предприятието. Конкретните методи в състава на подхода са:

\* Метод на нетната стойност на активите (*Net asset value; Book value*). Той е типичен представител на балансовия подход.

<sup>21</sup> <https://www.bdc.ca/en/articles-tools/money-finance/manage-finances/pages/financial-ratios-industry-standards-entrepreneurs.aspx>

<sup>22</sup> <https://www.industry-averages.co.uk/ratiosProvided>

<sup>23</sup> <https://www2.sgx.com/data-connectivity>

<sup>24</sup> [www.capitalq.com](http://www.capitalq.com)

<sup>25</sup> <https://www.refinitiv.com/en>

<sup>26</sup> <http://www.bcra-bg.com>

<sup>27</sup> <https://www.balkanservices.com/produkti/x3analyses>

- \* Метод на коригираната нетна стойност на активите (*Adjusted net asset value; adjusted book value*). Прилага се с цел да се коригира отвлечеността на балансовите данни спрямо пазарните и да се получи по-достоверна оценка на предприятието. Недостатъците на метода произтичат от оскъпяването при приложението му, когато се изисква експертна оценка, както и трудностите при оценяването на нематериалните активи и репутацията.
- \* Ликвидационна стойност (*Liquidation value*). Прилага се при презумпция за ликвидация на предприятието с отчитане на разходите, свързани с процеса. Недостатък на метода е, че получената величина може да е силно занижена и нереална както поради влиянието на скъпите и разточителни ликвидационни процедури и облагането на финансовия резултат от продажбата на активите с данъци, така и защото за част от активите може и да не се намерят купувачи.

Методите в състава на подхода, основан на пазарните множители (*market multiples*) се основават на текущото състояние на пазарите. Имат място само при публичните дружества или корпорациите, чиито акции са ликвидни на даден регулиран пазар. Пазарните множители са свързани със сравнителното оценяване (*peer valuation*), при което се използват сходни дружества (дружества-аналози) или еталонни (*benchmark*) стойности.

Пазарните коефициенти преодоляват недостатъците на абсолютните величини. В зависимост от това какъв пазарен показател стои в числителя им, те се подразделят на ценови множители (*price multiples*) и множители на база на стойността на предприятието (*enterprise value multiples*).

- \* Множителите, имащи в числител стойността на предприятието (EV), са популярни основно сред оценителите и мениджърите на фондовете за рисков капитал. Основният аргумент за това е, че стойността на предприятието е по-малко чувствителна от пазарната капитализация или цените на акциите, при сравнение на предприятия с различна капиталова структура.
- \* Ценовите множители са популярни преди всичко сред финансовите анализатори.

В знаменател се използва фундаментален показател, независещ от пазарната динамика, като източник е преди всичко отчетът за доходите –нетните приходи от продажби, нетната печалба, брутната печалба преди данъци и лихви, брутната печалба преди данъци, лихви и амортизации, счетоводна стойност (собствен капитал). Могат да послужат и не само финансови показатели, но и натурални. Много често в сектора на телекомуникациите, информационните технологии, в добива на суровини се използват– например, брой абонати на мобилни телефонни услуги, добив на нефт в барели или газ в куб.м. Изборът на натурален показател зависи от вида на сектора и предприятието, но в случай, че предприятието има широка гама продукти, е по-удачно да се използва стойностен показател.

Подходът на дисконтираните потоци се основава на осъвременяването на бъдещите парични ползи на предприятието в абсолютна стойност при отчитане на различни фактори, отразяващи вероятността от получаването им. Основните методи в състава на този подход са:

- \* Методът на дисконтираните свободни парични потоци към собствениците (*Free Cash Flow to Equity – FCFE*);
- \* Методът на дисконтираните свободни парични потоци към фирмата (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*).

При тяхното приложение възниква проблема относно условността при прогнозирането на бъдещето на предприятието и конкретните променливи в състава на крайните показатели. Някои автори препоръчват свободните парични потоци да се прогнозира за срок от пет години спрямо настоящия момент при анализ на устойчив бизнес. За нови предприятия се изисква по-дълъг срок на прогнозиране, например 10 години – дотогава, докогато се появят стабилни доходи. Стойността на компанията в края на прогнозирания период е остатъчната стойност (Крейн, 2008, с. 814).

За оценката на предприятията през последните десетилетия популярност придобива подходът, основан на измерването и използването на разликата между доходността и цената на използвания капитал – т.е. подходът на добавената стойност. Съставните му методи се основават на концепцията за т.нар. икономическа печалба (Цонкова, 2019, с. 126). Към тези методи отнасяме (Касърова, 2008), (Касърова, Сяров, 2012, сс. 109-110):

- \* икономическа добавена стойност (EVA) – продукт и запазена марка на консултантската компания Stern Stewart&Co.
- \* парична добавена стойност (CVA);
- \* възвръщаемост на инвестициите на база на паричния поток (CFROI);
- \* акционерна добавена стойност (SVA);
- \* пазарна добавена стойност (MVA) и др.

Наред с предимствата си подходът на добавената стойност има и недостатъци. Те са свързани с допусканията при изчисляване на инвестирания капитал и с еднакъв според между доходността и цената на капитала. Напълно е възможно да се получат и отрицателни величини при изчисляването на отделните показатели, свързани с добавената стойност.

##### 5. ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЕ. ОТНОСНО КРАЙНАТА ОЦЕНКА...

При приложение на отделните методи резултатите се отклоняват в значителен диапазон. Така например, имплементирането на методологията на оценяването на предприятията в едно българско публично дружество показва, че изчислените стойности варират между 14 млн. лв. и 91,8 млн. лв. (Цонкова, 2019, с. 172)

Ето защо се препоръчва осредняването на получените чрез отделните методи показатели, като изборът на теглови коефициенти зависи от преценката на оценителя. (Цонкова, с. 172) (Крейн, 2008, с. 826). Така изчислената средна оценка едва ли е най-точната, но диапазона около нея дава ориентир за консенсусното мнение на широк кръг от пазарни участници.

Важно е да се има предвид и, че са възможни определени трудности при оценка на непублични дружества, породени от недостъпността на точната и пълната информация. М. Крейн (2008, сс. 826-827) в тази връзка препоръчва от определена оценка на предприятието да се направи отбив за отсъствие на ликвидност и отстъпка за отсъствие на контрол. Тези особености са предвидени и в Българските стандарти за оценяване (2018), където се посочва, че при оценка на миноритарни пакети, т.е. пакети от капитала под 50 % от целия записан капитал, се извеждат премии и/ или отбиви, както следва: отбив за липса на контрол; отбив за липса на продаваемост (ликвидност); премия за контрол; отбив за право за разпределяне на дивидент; други премии/ отбиви.

Използването на разнообразна и достоверна информация от количествено и качествено естество, спазването на възприетите стандарти за оценка и нормативната база, както и прилагането на различни подходи и методи за оценка, е важно за надлежното провеждане на оценяването на предприятията. Само тогава изчислената стойност или диапазон около нея могат да бъдат полезни за вземане на ефективни решения от вътрешните или външните стейкхолдери – в това число собственици, мениджъри, потенциални инвеститори.

##### БИБЛИОГРАФИЯ

- Башева, Сн. Кавалджиева, К. (2016). *Бизнес оценяване*. София: ИК – УНСС.
- Вачков, Ст., Спасова, Е., Йорданов, Й., & Рафаилов, Д. (2011). *Решения в корпоративните финанси*. Варна: Стемо.
- Ганчев, А., Канарян, Н., Сиркаров, В., & Димитров, Л. (2018). *Бизнес оценяване*. Велико Търново: Фабер.
- Касърова, В. (2008). Управление на стойността. Във В. Касърова, Р. Цончев, Св. Масларов, & Р. Димитрова (Ред.). *Финансови иновации. Изследвания и практики*. (с. 29-64). София: Издателство на НБУ.
- Касърова, В., Симов, Л. (2012). Бизнес оценяване в България. Във В. Касърова, Р. Цончев, Р. Димитрова & Кр. Костенаров (Ред.). *Корпоративните финанси на формиращите се пазари. Изследвания и практики*. (с. 376-388). София: Издателство на НБУ.
- Крейн, М. (2008). Оценка бизнеса. В Дж. Л. Ливингстона, Т. Гроссмана (Ред.). *Управление финансами. Бизнес курс. МВА*. (3 изд., сс. 747-837). Москва, Россия: Омега – Л.
- Матеев, И. (2017). *Страни-членки на АСЕАН*. Велико Търново: Фабер.
- Павлова, М. (2010). *Управленско счетоводство. Оценка и анализ на дейността*. Велико Търново: ЛБМ Инвест.
- Петрова, Р. Ст. (2019) *Управленското счетоводство в контекста на ефективното управление на разходите в лечебните заведения за болнична помощ*. Велико Търново: Ай анд Би.
- Тодоров, Л. (2014). *Съвременни модели за оценка на бизнеса*. София: Нова звезда.
- Цонкова, В. (2019). *Аспекти на финансовия анализ и оценката на предприятията*. Пловдив: Астарта.
- Български стандарти за оценяване*. (2018). Камара на независимите оценители в България. Извлечено от <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/hkxfb5j0pm19g2ya.pdf>.
- Закон за независимите оценители*, ДВ, бр. 98/ 2008, посл. изм. и доп. ДВ, бр. 19/ 2011.
- Международни стандарти за оценяване*. (2017, юли 24). Съвет за международните стандарти за оценяване (IVSC). Извлечено от <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/x4cw2fmh98y17sd6.pdf>.
- МСФО 13 Оценяване по справедлива стойност*. (2019). Извлечено от <https://www.portalschetovodstvo.bg/msfo-13-otsenyavane-po-spravedлива-stoynnost-22771.htm>.
- Copeland, T., Antikarov, V. (2001) *Real Options – a Practitioner’s Guide*. New York, NY: Texere.

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools AND Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Hayes, A. (2019, Apr 22). *Business Valuation*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp>.
- Jensen, M. C. (2001). *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. The Monitor Group and Harvard Business School.
- Zukin, H. (1990). *Financial Valuation: Businesses and Business Interests*. Warren Gorham Lamont.