
ИНТЕЛЕКТУАЛНИЯТ КАПИТАЛ И ПАЗАРНАТА КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА ПУБЛИЧНИТЕ ДРУЖЕСТВА

Венцислав Диков¹

¹Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов, България

E-mail: v.dikov@uni-svishtov.bg

Резюме: Създаването на стойност е водеща стойност пред операциите на капиталовите пазари икономически агенти. Обект на изследване са нематериалните дълготрайни активи на фирмата като изразител на нейния интелектуален капитал. Предмет на статията са актуалните проблеми на оценка на влиянието на интелектуалния капитал върху борсовата капитализация на публичните компании по примера на БФБ – София. Изследователската хипотеза, която се тества, се формулира, както следва: Динамиката в счетоводната рентабилност може да се обясни с промени в записванията на интелектуалния капитал, за което свидетелстват научни изследвания, имащи своето еволюционно развитие в теорията и практиката. Целта е да се направи критичен преглед на литературата за интелектуалния капитал, създаването на стойност и рентабилността на фирмата с идентифициране на позитивни примери от БФБ–София за влияние на промените в интелектуалния капитал върху пазарната капитализация на публичните дружества.

Ключови думи: интелектуален капитал, БФБ-София, пазарна капитализация, нематериални активи.

Тази статия се **цитира**, както следва: **Диков, В.** (2023). Интелектуалният капитал и пазарната капитализация на публичните дружества. Народностопански архив, (4), с. 51-72.

URL: nsarhiv.uni-svishtov.bg

DOI: <https://doi.org/10.58861/tae.ea-nsa.2023.4.04.bg>

JEL: G32, J24.

* * *

Въведение

С развитието на дигиталните технологии в съвременната динамична икономическа среда структурата на активите на фирмата се изместват все по-осезаемо в посока от материални към нематериални активи. Ускореното разпространение на Интернет технологиите и дигиталната пазарна среда предостави възможности на фирмите да популяризират и предоставят своите продукти, вкл. тези от тях, които са продукт на интелектуална собственост и принадлежат към нематериалните активи на своите потенциални потребители. Рисковете от неправомерно използване на тези активи (по-конкретно продуктите, защитени с авторско право) от трети страни изведоха на преден план проблемите, които възникват при тяхното оценяване и финансово осигуряване.

Създаването на стойност се възприема като съществена цел пред опериращите на капиталовите пазари икономически агенти, особено когато се разглежда на фона на последните финансови, ликвидни и икономически кризи, които повлияха съществено върху финансовите резултати на фирмите. Ръководителите на търгуваните на финансовите пазари компании са подложени на огромен натиск да подобрят тяхната рентабилност и да създават добавена стойност. От своя страна инвеститорите се стремят да постигнат максимална възвръщаемост на вложения в тези компании акционерен капитал. На съвременните финансови пазари ключът към успеха на всяка една компания зависи от способността ѝ да максимализира стойността за акционерния си капитал (ІМА, 1997).

На тази основа **обект** на изследване са нематериалните дълготрайни активи на фирмата като изразител на нейния интелектуален капитал (ИК). **Предмет** на статията са актуалните проблеми на оценка влиянието на интелектуалния капитал върху борсовата капитализация на публичните компании по примера на БФБ – София.

Изследователската хипотеза, която ще бъде тествана в настоящата статия, се формулира, както следва: *Динамиката в счетоводната рентабилност (положителна балансова стойност на фирмата) може да се обясни с промени в записванията на интелектуалния капитал, за което свидетелстват разнообразни научни изследвания, имащи своето еволюционно развитие в теорията и практиката.*

Целта, която се поставя, е да се направи критичен преглед на литературата за интелектуалния капитал, създаването на стойност и рентабилността на фирмата с идентифициране на позитивни примери от БФБ–София за влияние на промените в интелектуалния капитал върху пазарната капитализация на публичните дружества.

В терминологичен план за целите на разработката дефинираме понятието за интелектуален капитал като обобщен израз на корпоративните нематериални активи, явяващи се резултат както от собствена развойна дейност, така и от придобиване на патенти, търговски марки и сродни права върху интелектуална собственост.

С оглед на така формулираната хипотеза статията е структурирана в следните обособени части. В параграф първи се полемизира върху еволюцията на икономическите модели за капитала. В параграф втори анализът е насочен към дискуссионните аспекти в научните определения за „интелектуален капитал“. В параграф трети се дебатира върху парадигмата на интелектуалния капитал с акцент върху изграждащите елементи. Четвъртият параграф е насочен към теоретически модели за оценка на интелектуалния капитал от гл. т. на непаричните и паричните модели за неговото измерване. Петият параграф апробира теоретичните разсъждения с данни за ефекта на интелектуалния капитал върху борсовата капитализация на водещи дружества от индексите SOFIX и BGBX40.

1. Капиталът като еволюционна категория в икономическото познание

Светът е преживял различни фази и трансформация на организацията на икономиката, за които можем да съдим от трудовете на различни класически икономисти. Първоначално, в селскостопанската икономика, основният двигател на икономиката на дадена страна е била земята, което е описано подробно от Адам Смит (1776), но секторите на индустрията (промишленото производство) и услугите не са съществували по това време. През 1817 г. Дейвид Рикардо подчертава, че капиталът и трудът са основните източници на икономически растеж. Карл Маркс (1867) базира работата си върху индустриалния капитализъм, където природните ресурси като труд, желязна руда и въглища са основните елементи в индустриалната икономика, като признава, че индустриалният сектор е най-важният елемент от развитите страни. През 1890 г. Алфред Маршал доказва, че знанието е съществен фактор за развитие на индустриалното производство (Marr, Schiuma, & and Neely, 2004a).

По време на индустриалната революция Шумпетер (1939) е един от икономистите, които въвеждат икономическа теория, основана на предприемачеството и иновациите на капиталистическата система (Attar, 2015), (Croitoru, 2017) и които смятат, че растежът зависи главно от

ключови фактори като технологии, знание, човешки капитал, и особено иновации.

В посткапиталистическото и постиндустриалното общество Дракър (1992) предвижда появата на нова икономика и признава, че знанието и информацията са се трансформирали в ценни ресурси на съвременната икономика, докато традиционните производствени фактори като капитал, земя, труд, машини и съоръжения са се превърнали във вторични компоненти (Bontis N. , 1998), (Pulic, 2004a), (Cabrita & Bontis, 2008), (Tomé, 2011). Налице е преход от индустриална икономика на промишлено производство, основано на разходи, към производство на стоки и услуги, основано на знание и създаване на стойност.

По този начин, в първите години на XXI век се наблюдава преход от периода на индустриална революция и развита индустриална икономика към икономика, основана на знанието, която се дефинира като *“производство на стоки и услуги, базирани на дейности с интензивно знание, които допринасят за ускорени темпове на технически и научен напредък, както и за бързото им морално остаряване. Ключовият компонент на икономиката на знанието е по-голяма зависимост от интелектуалните способности, отколкото от физическите ресурси или природните ресурси”* (Powell & Snellman, 2004).

В съвременния бизнес свят знанието се възприема като главен фактор за създаване и развитие на устойчиво конкурентно предимство и традиционните източници на конкурентно предимство стават по-малко ефективни с развитието на технологиите, тъй като глобализацията и дерегулацията на икономиките променят конкурентните и пазарните структури. В резултат на това компаниите са принудени да произвеждат редки, стандартно заменими или неподражаеми продукти и услуги спрямо своите конкуренти, за да поддържат конкурентното си предимство.

Опити за идентифициране и класификация на факторите, които допринасят за нивото на рентабилност на компаниите и тяхната способност за капиталобразуване, са правени от редица научни изследователи в различни области, като например икономика на индустрията, стратегическо управление, международен бизнес, социология, икономическа политика, маркетинг, счетоводство и финанси (Caron, 1990). Пример за такива опити е метаанализът на над 300 проучвания, направен от Капон, който доказва, че детерминантите на финансовото представяне включват елементите на окръжаващата среда, корпоративна стратегия и специфичните характеристики на всяка фирма (Caron, 1990). Класическата парадигма на корпоративните финанси гласи, че целта на всяка компания е да генерира максимално богатство за своите акционери. При анализ на нейния финансов отчет може да бъде определена стойността ѝ. За да

измерят богатството на акционерите, финансовите анализатори трябва да предвидят бъдещите финансови резултати на компанията чрез оценка на нейната рентабилност, темп на растеж и корпоративна стратегия (Varaiya, 1987); (Fairfield, 1994).

В теоретичен план създаването на стойност за акционерите означава, че пазарната стойност на компанията трябва да надвишава балансовата стойност на нейния собствения капитал, който първоначално е бил инвестиран от акционерите (Liow, 2010). По време на индустриалната революция създаваната стойност и рентабилността на фирмите до голяма степен са се определяли въз основа на мерки за обема на индустриалното производство и добива на селскостопанска продукция и техния принос за икономическия растеж.

С развитието на технологиите и преходът към икономика, основана на знанието, тези повече или по-малко натурални показатели се допълват със счетоводни измерители и във финансовата литература се появяват редица публикации за проучвания, чиято цел е да се определи дали счетоводните фактори допринасят за рентабилността на фирмите в австралийската промишленост (McDonald, 1999), промишлеността и сектора на услугите в Европа (Goddard, 2005), в Португалия (Nunes, 2009); (Serrasqueiro, 2009), в японската преработваща промишленост (Nakano, 2011) и т.н.

Използвайки подход за регресия на панелни данни, Годард и неговият екип (Goddard, 2005) проучват дали традиционните счетоводни фактори като задлъжнялост, ликвидност, оборот на активи, пазарен дял, размер и т.н. са определящи фактори за рентабилността, които допринасят за растежа на фирмите и добавят стойност за акционерите.

Постоянно нарастващият интерес към създаването на стойност доведе до засилен натиск от страна на акционерите, компаниите да изплащат дивиденди, както и до засилване на стремежа на мениджърите на тези компании да получават бонуси и възнаграждения, обвързани с постиганите от тях резултати (Baum, 2004); (Gharsellaoui, 2011). Допълнителни въпроси по отношение на създаваната стойност възникват в контекста на сливания и придобивания (Rappaport, 1981); оценяване на корпоративни единици (Arzac, 1986); корпоративно управление (OECD, 2012); интелектуален капитал (Edvinsson, 1996) и др.

В настоящата ера на глобализация създаването на стойност зависи повече от нематериалните, отколкото от физическите активи (Cabrita & Vaz, 2006), въпреки че във финансовите отчети на компаниите последните традиционно се възприемат като по-важни (Marr, 2008). В новата икономика на информацията и знанието богатството на инвеститорите,

растежът и успехът на организациите все повече се движат от интелектуалния капитал (Marr, 2008); (Zhang & al., 2018). През 1969 г. терминът „интелектуален капитал“ е представен за първи път от икономиста Джон Гълбрайт, който го описва като богатство от активи и като подход за създаване на стойност.

Това определение се доразвива през последните две десетилетия от Едвинсън и Съливан (Edvinsson, 1996), Бонтис (Bontis, 1998), (Bontis, Chua Chong Keow, & Richardson, Intellectual capital and business performance in Malaysian industries, 2000), Карсън (Carson, 2004), Хан (Khan, 2011); Мартин.де-Кастро (Martín-de-Castro, 2011); Асади (Asadi, 2013). Според Брукинг (цитиран в (Marr, Schiuma, & and Neely, 2004a)) интелектуалният капитал се разглежда като обединение на активи, свързани с пазари, интелектуална собственост, инфраструктура и човешки ресурси.

Наред с това бурното развитие на дигиталните технологии, интернет, услугите и иновационните индустрии доведе до появата на нова икономика на знанието, пораждайки понятието „интелектуален капитал“, където създаването на стойност е свързано с конкурентно предимство като нематериален актив (Bontis N. , 1998). Понастоящем обаче няма уникална дефиниция на тази концепция (Asadi, 2013).

Съществуват редица проучвания, в които се разглежда връзката между променливите на интелектуалния капитал, резултатите на фирмата и нейната пазарна стойност, като целта на тези научни изследвания е да се определи дали човешкият капитал, релационният капитал, процесният капитал и иновационният капитал повишават създаването на стойност, особено в китайската високотехнологична индустрия (Zhang & al., 2018), приборостроенето в САЩ (Wang, 2008), тайванските компании за полупроводникови компоненти (Chang, 2011) и индонезийската фармацевтична индустрия (Basuki, 2012) и т.н.

По-нататъшни емпирични проучвания подчертават, че ефектите на взаимодействието на човешкия капитал с останалите фактори на интелектуалния капитал влияят върху резултатите на фирмата и създаването на стойност. По-важното е, че някои от тези изследвания се стремят да обяснят връзката между счетоводните и пазарните стойности в икономиката на знанието (Wang W. Y., 2005), (Cabrita & Bontis, 2008), (F-Jardón & Martos, 2009), (Kamukama, Ahiauzu, & Ntayi, Competitive advantage: mediator of intellectual capital and performance, 2011), (Ferraro & Veltri, 2011), (St-Pierre & Audet, 2011), (Scafarto, Ricci, & Scafarto, 2008).

Въпреки нарастващата популярност на интелектуалния капитал в икономиката на знанието и световната глобализация, неговата емпирична стойност и измерители тепърва предстои да бъдат признати като част от

създаването на стойност. Настоящото изследване се опитва да отговори на този недостатък в литературата чрез разработване на рамка за анализиране на връзките на компонентите на интелектуалния капитал, от една страна, и рентабилността на фирмата (включително поведението на цената на акциите), от друга.

В множество публикации не установяваме категорично изясняване на взаимовръзката между интелектуалния капитал, капиталовата структура и рентабилността на фирмата. Например Морисън и Рослендър (Mouritsen & Roslender, 2009) призовават за повече проучвания, които да изследват по-нататък интеграцията на интелектуалния капитал и финансовата стойност. Освен това Бийти и Томсън (Beattie & Thomson, 2010) посочват, че след неотдавнашната финансова криза са предприети надлъжни проучвания, с които да се определи степента, в която интелектуалният капитал и създаването на стойност влияят на пазарната капитализация, т.е. на съотношението на пазарната към балансовата стойност на фирмата.

2. Еволюция на научните определения за интелектуален капитал

Според Н. Бонтис (Bontis N. , 2001) понятието „интелектуален капитал“ е въведено от Джон Гълбрайт през 1969 г. През 1997 г. Едвинсън и Малоун публикуват книгата „Intellectual Capital: The Proven Way to Establish Your Company's Real Value by Measuring its Hidden Brainpower“, в която дефинират понятието „интелектуален капитал“ като „притежаваното знание, практическият опит, организационната технология, взаимоотношенията с клиентите и професионалните умения, които осигуряват на фирмата конкурентно предимство на пазара.“ Лин (Lynn, 1998) определя ИК като съвкупността от идеи и способност за иновации, като и двете са фактори, които определят бъдещето на организацията.

В публикацията си от 1998 г. Бонтис (Bontis N. , Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models, 1998) определя ИК като „целенасоченото и ефективно използване на знанията въз основа на наличната информация“. Т. Стюарт го определя като „интелектуални компоненти (като знания, информация, интелектуална собственост, опит и т.н.), които организацията може да комбинира, за да създаде стойност чрез колективно усилие“ (Stewart, 1998). Н. Бренан и Б. Конъл дават дефиницията „основан на знанието собствен капитал на предприятието“, която е доста неопределена, тъй като собственият капитал е позиция, която е лесно да се идентифицира и да се оцени количествено (Brennan

& Connell, 2000). Харисън и Съливан доуточняват тази дефиниция, като определят интелектуалния капитал като „познание, което може да се преобразува в печалба“ (Harrison & Sullivan, 2000).

Други автори разглеждат интелектуалния капитал по-общо като разликата между пазарната стойност на предприятието и неговата балансова стойност, която разлика се явява основаните на знание ресурси, допринасящи за устойчивото конкурентоспособно предимство на фирмата от интелектуалния ѝ капитал. Руус и Руус го дефинират като „невидими“ активи като например знанията на служителите, отношенията с клиенти и доставчици, лоялност към търговската марка, пазарна позиция и познаване на пазара“ (Roos, Roos, Dragonetti, & Edvinsson, 1997).

Бонтис (Bontis, Dragonetti, Jacobsen, & Roos, 1999) обобщава дефинициите на ИК (Bontis N. , Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models, 1998) и (Roos, Roos, Dragonetti, & Edvinsson, 1997) в определението, че ИК представлява съвкупността от взаимосвързаните нематериални ресурси, които допринасят за създаването на стойност от дейностите на компанията и се контролират от компанията. Тъй като процесите, създаващи стойност, и специфичните производствени ресурси в отделните компании са различни, следва, че ИК е специфичен за всяка отделна компания. Тези дефиниции обаче не определят основните категории за идентифициране, класифициране и количествено измерване на компонентите на ИК.

3. Елементи на интелектуалния капитал

Бонтис (Bontis N. , 1998) използва дефиниция на ИК, която само частично се припокрива с тази на Лин (Lynn, 1998), и определя основните елементи на ИК като човешки, структурен и клиентски капитал. В това отношение неговата класификация покрива и съответства най-точно на много от съществуващите класификации на компонентите на ИК.

Човешкият капитал (ЧК) включва индивидуалните неявни знания, умения, опит и отношение на членовете на организацията, които не могат да бъдат оценени, но са необходими за изпълнение на техните функции. Като се има предвид фактът, че ЧК е свързан с физическо лице в организацията, той не може да бъде определен количествено и да се счита за собственост на компанията. Въпреки това, наемането на персонал с необходимите знания и умения, както и повишаването на квалификацията на персонала могат да бъдат оценени като разходи за компанията.

Структурният капитал (СК) включва механизми и структури, които подпомагат работата на служителите както на индивидуално ниво (т.е. за постигане на индивидуални резултати от работата на отделния служител), така и на групово ниво (т.е. за повишаване на ефективността на организацията като цяло). Това са организационни процедури, които превръщат индивидуалните човешки активи в групови активи. В системата на Skandia структурният капитал допълнително се подразделя на два компонента:

Първо. Процесен капитал, който включва системи, инструменти, техники и процеси, които принадлежат на компанията. За да постигнат ефективен процес, компаниите трябва да поддържат гъвкав оперативен процес, тъй като той се счита за основен фактор за оценка от гледна точка на инвеститора Фераро (Ferraro & Veltri, 2011). Ченг и к-в (Cheng, 2008) подчертават, че процесният капитал представлява определени бизнес дейности, ориентирани към инвестиции в научноизследователска и развойна дейност, икономичност и производителност на административните процеси и време за изпълнение на поръчките.

Второ. Иновационен капитал, който включва способността на дадена компания да пуска на пазара, създава и проектира иновативни продукти и услуги, които са резултат от нейната научно-изследователска и развойна дейност.

Клиентският капитал (КК), от своя страна, включва основно познания за маркетинговите канали и взаимоотношенията с клиенти и доставчици. Според Бонтис (Bontis N., Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models, 1998) познаването на маркетинговите канали и взаимоотношенията с клиентите играе първостепенна роля, но трябва да бъде допълнено и от отношенията с доставчици и конкуренти, които също се включват в тази категория.

КК не е част от структурата, използвана от Лин (Lynn, 1998). Според него последната част от ИК е ИС, който е най-осезаемият елемент на ИК и най-широко възприетият от ръководството и акционерите, тъй като методите за неговото измерване са включени в счетоводните правила. Лин (Lynn, 1998) определя ИС като артикули, които са били продадени. А. Брукинг (Brooking, 1996) заявява, че ИС са „правни механизми за защита на корпоративни активи и инфраструктурни активи“. Бонтис, от друга страна, изрично изключва ИС от обхвата на определението за ИК. Всъщност в литературата по тази тема връзката между ИК и ИС или, алтернативно, ролята, която ИС играе в определянето на ИК, остава „проблематична“. В единия край на спектъра има учени, които не включват ИС в определението за ИК. Те правят това въз основа

на аргумента, че интелектуалната собственост включва много „по-материални“ активи, като патенти, авторски права, търговски марки и т.н. Като такива те се придържат към дефиницията на ИК като част от нематериалните активи на компанията. Привърженици на тази „школа“ са Бонтис (Bontis & al, *The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources*, 1999), (Bontis N. , *Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital*, 2001), Руус (Roos, Bainbridge, & Jacobsen, 2001) и Нердрум и Ериксон (Nerdrum & Erikson, 2001).

От друга страна, редица „по-интегративни“ учени, които се фокусират върху измерване на ефективността, управление на ефективността и отчитане на ефективността, твърдят, че е неефективно да се изключват измерителите за ИС и ефективността на ИС от дискусиата за това, как една компания трябва да управлява своите активи в ИС. Поддръжници на тази гледна точка са Бренън и Конъл (Brennan & Connell, 2000), Куин (Quinn, Bright, & Strum, 1996), Смит и Хансен (2002) и Лев (2001). От управленска гледна точка една „академична“ или дори „семантична“ дискусиа не допринася за дебата за това, как една компания може да подобри представянето си. Следователно, ако ИС и управлението на ИС влияят на рентабилността на компанията, тя следва да се взема предвид в контекста на ИК.

В настоящото изследване ИС се въвежда като отделен елемент в модели, първоначално разработени от учени, които ясно разграничават ИС от ИК, за да се изследва ефектът от въвеждането на ИС като свързващ елемент между компонентите на ИК и цялостното представяне (рентабилност) на фирмите. По този начин проучването има за цел да подобри нашето разбиране за значението на ИС и нейното управление във връзка с представянето на компанията.

4. Критичен преглед на моделите за оценка на интелектуалния капитал

Оценяването на ИК е едновременно трудно и скъпо поради разходите за събиране, обработка и разпространение на информация (Revsine, Collins, & Johnson, 1999). Съществуват много модели за оценяване на ИК, в това число методи, основани на пазарната капитализация (например Q на Тоубин), на възвръщаемостта на активите (например икономическа добавена стойност или EVA), директни методи (напр. метод на технологичния брокер) и методи на карта с резултати (напр. монитор на нематериални активи), но малко от тези методи предоставят

възможност за емпирично свързване на стойността на ИК с резултатите на фирмата. Този въпрос се разглежда в публикацията на Н. Бонтис от 2001 г. (Bontis N. , 2001).

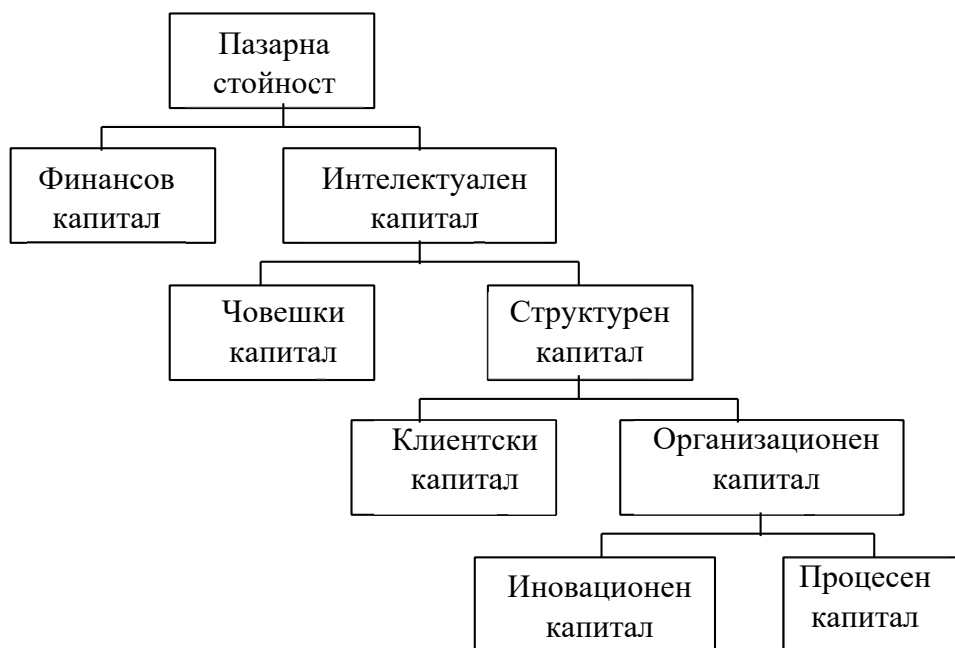
4.1. Непарични модели за измерване на интелектуалния капитал

До началото на 80-те преобладават неокласическите концепции, които разглеждат конкуренцията между фирмите в среда, в която ресурсите са разпределени равномерно между отделните сектори и фирмите имат лесен и свободен достъп до тях, а вътрешните ресурси на фирмата играят по-маловажна роля (Roos, Roos, Dragonetti, & Edvinsson, 1997). През 80-те години на тези схващания се противопоставя т.нар. ресурсно-базиран подход, при който мениджърите вече не разчитат на конкурентни предимства, основани на различни продуктово-пазарни комбинации, и все повече се убеждават, че за да създават и поддържат конкурентно предимство, трябва разчитат на комбиниране на различни организационни (и по възможност уникални) ресурси. Осъзнават необходимостта да оптимизират експлоатацията на съществуващите материални ресурси и уникалните за всяка компания нематериални активи, за да получат стратегическо предимство. Така, при условие, че материалните ресурси (суровини, материали, стандартно оборудване) са общодостъпни, те се насочват към използването на вътрешните си ресурси, основаващи се на знания (технологии, бази данни на клиенти и доставчици, програми за лоялност и т.н.) и умения на персонала.

Мениджърите също така осъзнават, че освен тези информационно-базирани ресурси съществува и друг нематериален ресурс, изразяващ се в организацията на самата фирма. В резултат на това се наблюдава трансформация от вертикални организационни структури към глобални матрични структури и се правят значителни инвестиции в структурния капитал, за да се даде възможност на компаниите да оптимизират своите ресурси, да консолидират определени бизнес процеси за снабдяване на големи клиенти по целия свят и за обмен на знания и най-добри практики.

В резултат на тези промени през 1995 г. общият термин „нематериални активи“ се заменя с понятието „интелектуален капитал“ в първия годишен доклад на Skandia със заглавието „Визуализиране на интелектуалния капитал в Skandia“ (Edvinsson L. , 1997). Примерът на Skandia се последва и от други компании, които осъзнават значението на развитието на лидерството и човешкия капитал като предпоставки за увеличаване на потенциала на организационната култура и като фактори за постигане на устойчиво конкурентно предимство.

Skandia въвежда измерването на активите на знанието чрез разработване на вътрешен отчет за интелектуалния капитал. Тя е първата компания, която взема предвид инструментите на интелектуален капитал, като през 1991 г. включва допълнително пояснение за интелектуален капитал в своите годишни отчети, които се представят на инвеститорите. Вицепрезидентът и директор на Skandia Лейф Едвинсън поема инициативата за разработването на нов модел за отчитане на интелектуалния капитал, наречен „Навигатор“, в чиято структура са включени човешки, процесен и клиентски капитал. Тази нова счетоводна таксономия се опитва да анализира пазарната стойност на фирмите въз основа не само на финансово-счетоводните показатели, но и на нефинансови (скрити) фактори като човешки и структурен капитал (Edvinsson L. , 1997), (Bontis N. , 2001).



Източник: Skandia, 1995.

Фигура 1. Моделът на стойността на Skandia

През 1997 г. Едвинсън доразвива модела „Навигатор“ в модел за оценяване, наречен Skandia Value Scheme (вж. Фиг. 1). В този модел пазарната стойност се определя както от финансово-счетоводни измерители (финансов капитал), така и от елементите на интелектуалния

капитал. Съществен недостатък на този модел е, че при него не е възможно да се постигне точност на измерването, тъй като някои компоненти на интелектуалния капитал не могат лесно да се остойностят и оповестят в годишните финансови отчети.

4.2. Парични модели за измерване на интелектуалния капитал и коефициенти на добавената стойност

Съществуват редица концепции за измерване на интелектуалния капитал въз основа на пазарната капитализация (например Q на Тоубин) и на възвръщаемостта на активите (например икономическа добавена стойност (EVA) или пазарна добавена стойност (MVA)), но според Пулич (Pulic, 2004a) измерването на EVA се концентрира главно върху използвания капитал.

През 1998 г. Анте Пулич въвежда методология за количествено измерване на интелектуалния капитал чрез „Коефициент на добавената стойност на интелектуалния капитал“ (VAICTM). Той се присъединява към мнението на други експерти в тази област, че традиционните финансови измерители са недостатъчни за точно измерване на стойност на фирмите в съвременната икономика, в която материалните ресурси имат все по-малко значение за бизнес процесите (Pulic, 2004a). Знанията, уменията, решенията и фирмените ценности са важни фактори, които следва да се вземат предвид при определяне на стойността на компаниите. Тъй като нематериалните ресурси се превръщат в ключови фактори на създаването на стойност за постигане на конкурентно предимство, възниква жизненоважният въпрос, как да се отчете нематериалният актив като ключов елемент на създаването на стойност.

По същество Пулич (Pulic, 2004a) предлага да се въведе нов индекс, който да е подходящ за оценка на бизнес успеха в процеса на създаване на стойност с приноса на всички участници: ръководство, служители, акционери, инвеститори и бизнес партньори.

Коефициентът VAICTM се изчислява въз основа на емпирични показатели, които се публикуват във финансовите отчети на компаниите, като елементите на интелектуалния капитал се използват като независими променливи, с които се измерва и анализира приносът на интелектуалния капитал за балансовата стойност на фирмата.

Добавената стойност показва доколко една компания е успешна и създава стойност, включително заплати и лихви, дивиденди, данъци и инвестиции за бъдещо развитие (Pulic, 2004a). Освен това в концепцията на модела VAIC интелектуалният капитал включва човешки капитал (Zahariev A. , 2012) и структурен капитал, като всички разходи за

персонала се оценяват като човешки капитал, т.е. разходите за заплати се възприемат като инвестиция и не се включват в производствените разходи (Pulic, 2004a).

Следващата стъпка е да се определи коефициентът на ефективност на човешкия капитал (т.е. добавената стойност на човешкия капитал). Вторият компонент на интелектуалния капитал – структурният капитал – се изчислява като разликата между добавената стойност на фирмата и нейния човешки капитал.

Структурният капитал е зависима променлива (разликата между VA и HC), което означава, че при по-високи стойности на HC в създаваната добавена стойност (VA), стойността на SC ще е по-ниска. Стойността на SC може да е нулева или дори отрицателна, когато стойността на VA е по-малка от сумата, инвестирана в HC. Общата ефективност на интелектуалния капитал се увеличава, когато както HC, така и SC нарастват съответно.

Освен това Пулич (Pulic 2004a) взема предвид и ролята на финансовия и физическия капитал за ефективно създаване на добавена стойност. Следователно VAIC моделът изразява ефективността на интелектуалния капитал и помага да се обясни каква е цялостната ефективност на съответната компания. Според Пулич (Pulic, 2004a) икономиката на знанието се е развила до възприятието за създаване на стойност както на национално, така и на организационно ниво. Добавената стойност замества финансовия капитал; VAIC и ICE са новите показатели за успеха на една компания, като вече се считат дори за по-важни от традиционните измерители като възвръщаемостта на собствения капитал (ROE) и възвръщаемостта на инвестицията (ROI). Освен това VAIC и ICE могат да показват дали в компанията се добавя или отнема стойност.

През 1995 г. Джеймс А. Олсън разработва модел на пазарната стойност на компания във връзка с трите счетоводни концепции: печалба, балансова стойност и дивиденди (Ohlson, 1995). По-късно Олсън (Ohlson, Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation An Empirical Perspective, 2001) Ohlson (2001) преразглежда модела за оценка, наречен „модел за оценка на остатъчния доход (residual income valuation - RIV)“.

В модела се използват следните допускания: (i) счетоводството е безпристрастно; (ii) основава се на неутралност на риска, тъй като настоящата стойност на очаквания дивидент зависи от безрисковия процент като дисконтов фактор; (iii) компаниите са с постоянно положителни резултати; (iv) данъчните ставки не са от значение за акционерите; (v) реални опции не се разглеждат; (vi) не съществува асиметрия на информацията; и (vii) променливата „v“ и необичайни печалби се извличат в процеса на авторегресията (Ohlson, Earnings, Book Values and Dividends in Equity

Valuation, 1995); (Hand, 2001); (Ferraro & Veltri, 2011). Недостатък на модела е, че при липса на пазарна информация (например цена на акция) оценката се прави само въз основа на счетоводна информация (Özer, 2016). Моделът установява разликата между счетоводната и пазарната стойност, която остатъчна променлива „v“ се счита за елемент на липсващия нематериален актив, така нареченият „интелектуален капитал“ (Swartz, Swartz, & Firer, 2006), (Veltri & Silvestri, 2011), чрез който се определя реалната стойност на една компания, заедно с нейните човешки ресурси, знания, процеси, умения и възможности за иновации (Wang J.-C. , 2008).

5. Интелектуалният капитал и балансовите позиции на публични дружества, котиран на БФБ – София

Изследването на дружествата, търгувани на БФБ – София, изисква съобразяване с публичния характер на техните отчети и възможността за прилагане на индикатори (Симеонов, 2016) за оценка на тяхното пазарно представяне като резултат от пазарен тренд, промени във фундаментални фактори, инвестиции (Проданов, 2020) в интелектуален капитал или капиталово бюджетни решения (Prodanov, 2012).

По данни на БФБ–София за период от една година индексът SOFIX се е увеличил с 25.47%, като е достигнал най-високо ниво от 759.25 пункта, при отчетено най-ниско ниво от 595.64 пункта. Пазарната капитализация на включените в борсовия индекс SOFIX публични дружества за периода 12.12.2022 – 11.12.2023 год. достига 4.7 млрд. лв. към последната дата на изследвания период. Водещо по пазарна капитализация дружество в индекса е „Софарма“ АД, където обемът на нематериалните активи и записванията в позиция „Репутация“ в актива на баланса достигат 48.883 млн. лв. към 30.09.2023 год. или 3.4% от сумата на актива. При база 31.12.2022 год. се отчита намаление на позициите за интелектуален капитал в дружеството с 2.8 млн. лв. и спад в относителния дял с 0.72%.

Основните финансови коефициенти (Zahariev A. , 2022) за рентабилност за „Софарма“ АД са съответно ROA=0.07 и ROE=0.09. Техните стойности отчитат и активната дивиденда политика на емитента (Захариев & колектив, 2015). Обращаемостта на активите е на ниво 0.39, а коефициентът на обща ликвидност е на ниво от 1.42 (Захариев, Ангелов, Ганчев, & Костов, 2022), което определя устойчива способност за посрещане на текущите разплащания на дружеството.

За широкия индекс на БФБ–София, който включва 40 публични дружества данните за пазарната капитализация (Zaharieva, Tarakchiyan, & Zahariev, 2022) за последната една година са по-консервативни спрямо SOFIX. Промяната е положителна, но е в диапазона от +12.59% или два пъти по-малко спрямо SOFIX. Най-високата стойност на индекса BGBX

за периода е 159.17 пункта, а най-ниската съответно 127.76 пункта. От включените в индекса дружества с най-голяма позитивна промяна в пазарната капитализация се определя „Шелли груп“ АД (+115.77%), следвано от „Софарма“ АД (+71.10%), ТБ „ПИБ“ АД (+52.94%) и т.н. Водещите финансови коефициенти за рентабилност за „Шелли груп“ АД са съответно ROA=0.14 и ROE=0.16. Обращаемостта на активите е на ниво 0.24, а коефициентът на обща ликвидност е на ниво много високото ниво от 7.28, което кореспондира с много ниско ниво на коефициента на дълга от 0.08 (Zahariev A. , Debt Management, 2012). „Шелли груп“ АД отчита и съответно нарастване на балансовото число на актива, както и на балансовите записвания за нематериални дълготрайни (нетекущи) активи и репутация. Данните от отчетите в БФБ-София сочат, че за период от четири публични тримесечни отчета, обхващащи дейността от 01.10.2022 до 30.09.2023 дружеството е с нарастване на сумата на актива с 27%, кореспондиращо с нарастване на записванията за интелектуален капитал (Нематериални активи и Репутация) с внушителните 130%. Цялостното нарастване на дела на интелектуалния капитал за посочения период е от 4.9% на 8.9%, което ясно демонстрира позитивното влияние на увеличението в интелектуалния капитал върху борсовата капитализация на публичното дружество и изпреварващия темп спрямо „Софарма“ АД.

Заключение

В рамките на изложението в статията могат да се обобщят следните по-важни изводи и констатации:

Първо. Интелектуалният капитал във водещи изследвания се приема за съвкупността от взаимосвързаните нематериални ресурси, които допринасят за създаването на стойност от дейностите на компанията и се контролират от нея. Тъй като процесите, създаващи стойност и специфичните производствени ресурси в отделните компании са различни, следва, че интелектуалният капитал е уникален за всяка отделна компания.

Второ. Основните елементи на интелектуалния капитал са човешки, структурен и клиентски капитал. В настоящото изследване интелектуалната собственост е отделен елемент в модели, първоначално разработени от учени, които ясно разграничават тази собственост от интелектуалния капитал. В тях се изследва ефектът от въвеждането на интелектуалната собственост като свързващ елемент между компонентите на интелектуалния капитал и цялостното представяне (рентабилност) на фирмите.

Трето. Оценката на динамиката на цените на акциите на БФБ–

София за периода 12.12.2022 – 11.12.2023 год. е позитивна, като индексът SOFIX отчита над 25% нарастване, а широкия индекс VGBX40 отчита промяна от 12.6%. Водещото по нарастване на пазарната капитализация дружество от широкия индекс VGBX40, „Шелли груп“ АД отчита и съответно нарастване на балансовото число на актива, както и на балансовите записвания за нематериални дълготрайни (нетекущи) активи и репутация с изпреварващ темп на растеж за интелектуалния капитал.

Използвани източници

- Arzac, E. R. (1986). Do your business units create shareholder value? *Harvard Business Review*, 121-126.
- Asadi, L. (2013). *The Effect of Intellectual Capital on Market Value and Financial Performance of Companies Listed at Tehran Stock Exchange*. Извлечено от Science Road Publishing Corporation: <http://www.sciroad.com/TASE/TASE1371/TASE-13008.pdf>
- Attar, M. (2015). Entrepreneurship, Knowledge, and the Industrial Revolution. *Economics*, 1-54.
- Basuki, a. K. (2012). Intellectual Capital, Financial Profitability and Productivity: An Exploratory Study of the Indonesian Pharmaceutical Industry. *Asian Journal of Business and Accounting*, стр. 41-68. Извлечено от [http://ajba.um.edu.my/filebank/published_article/4154/AJBA%205\(2\)%20Basuki](http://ajba.um.edu.my/filebank/published_article/4154/AJBA%205(2)%20Basuki)
- Baum, C. L. (2004). EVA, MVA and CEO Compensation: Further Evidence. *American Business Review*, 82-87.
- Beattie, V., & Thomson, S. J. (2010). *Intellectual Capital Reporting: Academic Utopia or Corporate Reality in a Brave New World?* Great Britain: The Institute of Chartered Accountants of Scotland. [online], [icas.org.uk/res/thomson_beattie_report_may_2010.pdf](https://www.icas.org.uk/res/thomson_beattie_report_may_2010.pdf).
- Bontis, N. (1998). Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models. *Management Decision*, 63-76.
- Bontis, N. (2001). Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital. *International Journal of Management Reviews*, 41-60.
- Bontis, N., & al, e. (1999). The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources. *European Management Journal*, 391-403.

- Bontis, N., Chua Chong Keow, N., & Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital*, 85-100.
- Bontis, N., Dragonetti, N. C., Jacobsen, K., & Roos, G. (1999). The knowledge toolbox:: A review of the tools available to measure and manage intangible resources. *European Management Journal*, 391-402.
- Brennan, N., & Connell, B. (2000). Intellectual capital: current issues and policy implications. *Journal of Intellectual Capital*, 206-240.
- Brooking, A. (1996). *Intellectual capital*. London: International Thomson Business Press.
- Cabrita, M. D., & Bontis, N. (2008). Intellectual capital and business performance in the Portuguese banking industry. *International Journal of Technology Management*, стр. 212-237.
- Cabrita, M., & Vaz, J. (2006). Intellectual Capital and Value Creation: Evidence from the Portuguese Banking Industry. *The Electronic Journal of Knowledge Management*; www.ejkm.com.
- Capon, N. F. (1990). Determinants of financial performance: a meta-analysis. *Management Science*, 1990 – JSTOR. [online], <http://xa.yimg.com/kq/groups/26137950/273092269/name/2632657.pdf>
- Carson, E. e. (2004). Intellectual capital: Mapping employee and work group attributes. *Journal of Intellectual Capital*, 3-12.
- Chang, W. S. (2011). Intellectual Capital and Value Creation-Is Innovation Capital a Missing Link? *International Journal of Business & Management*, стр. 3-12.
- Cheng, M.-Y. e. (2008). Censoring model for evaluating intellectual capital value drivers. *Journal of Intellectual Capital*, 639-654.
- Croitoru, A. (2017). Schumpeter, Joseph Alois, 1939, Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. *Journal of Comparative Research in Anthropology and Sociology*, 67-80.
- Edvinsson, L. (1997). Developing intellectual capital at Skandia. *Long Range*, 366-373.
- Edvinsson, L. a. (1996). Developing a model for managing intellectual capital. *European Management Journal*, 356-364.
- Fairfield, P. M. (1994). P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends. *Financial Analysts Journal*(50).
- Ferraro, O., & Veltri, S. (2011). The value relevance of Intellectual Capital on firm's market value: an empirical survey on the Italian listed firms. *International Journal of Knowledge-Based Development*, стр. 66-84.

- Ferraro, O., & Veltri, S. (2011). The value relevance of Intellectual Capital on firm's market value: an empirical survey on the Italian listed firms. *International Journal of Knowledge-Based Development*, 66-84.
- F-Jardón, C. M., & Martos, M. S. (2009). Intellectual capital and performance in wood industries of Argentina. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 600-616.
- Gharsellaoui, M. (2011). Measuring the Value of Creativity: Theories and Empirical Validation of Tests: The Case of Tunisian Companies Listed in Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 929-937.
- Goddard, J. T. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 1269-1282.
- Hand, J. R. (2001). Discussion of "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective". *Contemporary Accounting Research*, 121-130.
- Harrison, S., & Sullivan, P. (2000). Profiting from Intellectual Capital. Learning from Leading Companies. *Journal of Intellectual Capital*, 36-44.
- IMA, I. (1997). Measuring and Managing Shareholder Value Creation. [online], <http://www.imanet.org/PDFs/Public/Research/SMA/Measuring%20and%20Managing%20Shareholder.pdf>. *Institute of Management Accountants*.
- Kamukama, N., Ahiauzu, A., & Ntayi, J. M. (2011). Competitive advantage: mediator of intellectual capital and performance. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 52-164.
- Khan, S. (2011). The Interactive Effects of Intellectual Capital Components on the Relevance of the Balance Sheet as an Indicator of Corporate Value. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 130-136.
- Liow, K. H. (2010). Firm value, growth, profitability and capital structure of listed real estate companies: an international perspective. *Journal of Property Research*(27), 119-146.
- Lynn, B. E. (1998). Performance evaluation in the new economy: bringing the measurement and evaluation of intellectual capital into the management planning and control system. *Journal of Technology Management*, 162-176.
- Marr, B. (2008). Impacting Future Value: How To Manage your Intellectual Capital. *Journal of Accountancy* [online], <http://media.journalofaccountancy.com/JOA/Issues/2008/09/MAG%20IntCapital-Eng.pdf>.

- Marr, B., Schiuma, G., & Neely, A. (2004a). The dynamics of value creation: mapping your intellectual performance drivers. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 312-325.
- Martín-de-Castro, G. e. (2011). Towards 'an intellectual capital-based view of the firm': origins and nature. *Journal of Business Ethics*, 649-662.
- McDonald, J. T. (1999). The determinants of firm profitability in Australian manufacturing. *Economic Record*, 115-126.
- Mouritsen, J., & Roslender, R. (2009). Editorial: critical intellectual capital. *Critical perspectives on accounting*, стр. 801-803.
- Nakano, A. a. (2011). Dynamics of Growth and Profitability: The Case of Japanese Manufacturing Firms. *Global Economic Review*, 67-81.
- Nerdrum, L., & Erikson, T. (2001). Intellectual capital: a human capital perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 127-135.
- Nunes, P. J. (2009). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *Service Industries Journal*, 693-707.
- OECD. (2012). *Intangible Assets, Resource Allocation and Growth: A Framework for Analysis*. Извлечено от <http://www.oecdilibrary.org/docserver/download/5k92s63w14wb.pdf?expires=1394580694&id=id&acname=guest&checksum=98B0DE65C7B6F9CED833A432CD8F0431>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 661-687.
- Ohlson, J. A. (2001). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research*, 107-120.
- Özer, G. a. (2016). The Role of Human Capital in Firm Valuation: An Application on BIST. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, (стр. 168-177).
- Powell, W. W., & Snellman, K. (2004). The Knowledge Economy. *Annual Review of Sociology*, 199-220.
- Prodanov, S. (2012). *Capital Budgeting*. V. Tarnovo: ABAGAR.
- Pulic, A. (2004a). Intellectual capital – does it create or destroy value? *Measuring Business Excellence*, 62-68.
- Quinn, R., Bright, D., & Strum, R. (1996). *Becoming a Master Manager: A Competing Values Approach*. Wiley.
- Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review*, 139-149.
- Revsine, L., Collins, D. W., & Johnson, W. B. (1999). *Financial reporting and analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- Roos, G., Bainbridge, A., & Jacobsen, K. (2001). Intellectual capital analysis as a strategic tool. *Strategy & Leadership*, 21-26.

- Roos, J., Roos, G., D. N., & Edvinsson, L. (1997). Intellectual Capital: Navigating in the New Business Landscape. *Long Range Planning*, 413-426.
- Scafarto, V., Ricci, F., & Scafarto, F. (2008). Intellectual capital and firm performance in the global agribusiness industry: The moderating role of human capital. *Measuring Business Excellence*, стр. 3-9.
- Serrasqueiro, Z. (2009). Growth and Profitability in Portuguese Companies: A Dynamic Panel Data Approach. *Economic Interferences*, 565-573.
- Stewart, T. A. (1998). *Intellectual Capital: The new wealth of organization*. Random House.
- St-Pierre, J., & Audet, J. (2011). Intangible assets and performance: Analysis on manufacturing SMEs. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 202-223.
- Swartz, G. E., Swartz, N.-P., & Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. *Meditari Accountancy Research*, 67-81.
- Tomé, E. (2011). Human resource development in the knowledge based and services driven economy: An introduction. *Journal of European Industrial Training*, 524-539.
- Varaiya, N. K. (1987). The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value. *Strategic Management Journal*, 8, 487-497.
- Veltri, S., & Silvestri, A. (2011). Direct and indirect effects of human capital on firm value: evidence from Italian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 232-254.
- Wang, J.-C. (2008). Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 546-563.
- Wang, W. Y. (2005). Intellectual capital and performance in causal models-evidence form the information technology industry in Taiwan. *Journal of Intellectual Capital*, стр. 222-236.
- Zahariev, A. (2012). *Debt Management*. V. Tarnovo: ABAGAR. doi:10.13140/RG.2.1.4872.3607
- Zahariev, A. (2012). *Financial Management of Human Resources*. V. Tarnovo: ABAGAR. doi:10.13140/RG.2.1.3561.6402
- Zahariev, A. (2022). *Financial Analysis*. Svishtov: AI "Tsenov". Извлечено от <https://www.researchgate.net/publication/365793801>
- Zahariev, A., Zveryakov, M., Prodanov, S., Zaharieva, G., Angelov, P., Zarkova, S., & Petrova, M. (2020a). Debt management evaluation through support vector machines: on the example of Italy and Greece. *Entrepreneurship and sustainability issues*(7(3)), 2382-2393. doi:10.9770/jesi.2020.7.3(61)
- Zaharieva, G., Tarakchiyan, O., & Zahariev, A. (2022). Market capitalization factors of the Bulgarian pharmaceutical sector in pandemic

- environment. *Business Management*, XXXII(4), 35-51. Retrieved from <https://bm.uni-svishtov.bg/title.asp?title=2784>
- Zhang, M., & al., e. (2018). How does intellectual capital affect product innovation performance? Evidence from China and India. *International Journal of Operations & Production Management*, 895-914.
- Захариев, А. & колектив. (2015). *Управление на капиталите (теория и практика)*. В. Търново: ФАБЕР.
- Захариев, А., Ангелов, А., Ганчев, А., & Костов, Д. (2022). *Финансов анализ*. Свищов: АИ "Ценов".
- Захариев, А., Ангелов, А., Ганчев, Г., Братанов, П., Илиев, Н., Тодоров, Ж.; Петков, К. (2016). *Финансов анализ*. В. Търново: ФАБЕР.
- Проданов, С. (2020). *Инвестиции и инвестиционни решения: методика-приложни аспекти* (Том 142). Свищов: Библиотека "Стопански свят".
- Симеонов, С. (2016). *Измерители на борсовата активност – изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд* (Том 131). ("свят", Ред.) Свищов: АИ "Ценов". Извлечено от <https://ssvjat.uni-svishtov.bg/issue.asp?issue=232>

Венцислав Диков е старши преподавател в катедра „Чуждоезиков обучение“ в СА „Д. А. Ценов“. Зачислен е в докторантура в катедра „Финанси и кредит“ с дисертация на тема „Нематериалните дълготрайни активи в балансовите позиции на български публични компании“. **Научни интереси:** интелектуален капитал, финансово оценяване, бизнес комуникации, педагогика на преподаване на английски език.

ORCID ID: 0000-0002-7110-104X.

ISSN 0323-9004

Народностопански архив

Свищов, година LXXVI книга 4 - 2023

**За обществената реалност, теорията
и обучението по икономика**

**Дискриминационна способност при оценката
за вероятност от неплатежоспособност
посредством някои алгоритми за машинно
самообучение**

**Възможности за преодоляване на проблемите
във фазата на изплащане на пенсиите при
старост от универсален пенсионен фонд**

**Интелектуалният капитал и пазарната
капитализация на публичните дружества**

**Финанси и Стопанска отчетност – факултети,
научни изследвания и 70-годишна традиция**

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
Проф. д-р Йордан Василев – зам. главен редактор
Проф. д-р Стоян Проданов
Проф. д-р Тодор Кръстевич
Доц. д-р Искра Пантелеева
Доц. д-р Пламен Йорданов
Доц. д-р Светослав Илийчовски
Доц. д-р Пламен Петков
Доц. д-р Анатолий Асенов

МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров – Финансов университет при Правителството на Руската федерация, Москва (Русия).
Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник – Молдовска академия за икономически изследвания, Кишинев (Молдова).
Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков – Одески държавен икономически университет, Одеса (Украйна).
Проф. д-р ик.н. Андрей Крисоватий – Тернополски национален икономически университет, Тернопол (Украйна).
Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй – Университет Валахия, Търговище (Румъния)
Проф. д-р Кен О'Нийл – Университет Ълстер (Ирландия)
Проф. д-р Ричард Торп – Университет Лийдс (Великобритания)
Проф. д-р ик.н. Олена Непочатенко – Умански национален аграрен университет, Уман (Украйна)
Проф. д-р ик.н. Дмитрий Лукьяненко – Киевски национален икономически университет „Вадим Гетман”, Киев (Украйна)
Доц. д-р Мария Стефан – Университет „Валахия”, Търговище (Румъния)
Доц. д-р Анисоара Дунка – Университет "Валахия", Търговище (Румъния)
Доц. д-р Владимир Климух – Брановички държавен университет, Бранович (Беларус)

Екип за техническо обслужване:

Технически секретар: д-р Росица Проданова
Стилов редактор: Анка Танева
Превод английски: ст. преп. Венцислав Диков и ст. преп. д-р Маргарита Михайлова

Адрес на редакцията:

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
☎ (+359) 889 882 298
Д-р Росица Проданова – технически секретар
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg
Благовеста Борисова – компютърен дизайн
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: b.borisova@uni-svishtov.bg

Отпечатването на списанието за 2023 г. се осъществява с безвъзмездната финансова помощ на Фонд „Научни изследвания” – Договор ДНП № КП-06-НП4-36 по конкурс „Българска научна периодика – 2023 г.”

© Академично издателство „Ценов” – Свищов
© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ

ГОДИНА LXXVI, КНИГА 4 – 2023

СЪДЪРЖАНИЕ

Методи Кънев

За обществената реалност, теорията и обучението по икономика /3

Антонио В. Дичев

Дискриминационна способност при оценката за вероятност от неплатежоспособност посредством някои алгоритми за машинно самообучение /17

Йордан С. Йорданов

Възможности за преодоляване на проблемите във фазата на изплащане на пенсиите при старост от универсален пенсионен фонд /31

Венцислав Диков

Интелектуалният капитал и пазарната капитализация на публичните дружества /51

Андрей Захариев, Атанас Атанасов, Галина Чипрянова

Финанси и Стопанска отчетност – факултети, научни изследвания и 70-годишна традиция /73