

ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ЛИКВИДАЦИОННАТА СТОЙНОСТ НА ТЪРГОВСКО ПРЕДПРИЯТИЕ

Доц. д-р Светослав Илийчовски
СА „Д. А. Ценов“ - Свищов
s.iliychevski@uni-svishtov.bg

Резюме: В настоящия момент в световната и националната икономика се наблюдава ръст на нивото на неопределеност, което е особено забележително на пазарите на най-търгуваните активи. Това от своя страна оказва влияние върху дейността на компаниите по отношение на цени, търсене и предлагане на конкретни ресурси, което затруднява и коректното определяне стойността на предприятията. Решаваща роля за балансиране интересите на всички заинтересовани страни в такъв момент „играе“ оценителската дейност. В редица случаи пред оценителите възниква на практика задачата да изведат, определят стойност, различна от пазарната – ликвидационна, инвестиционна и др. В настоящата разработка акцентираме върху възможностите за определяне на ликвидационната стойност на търговското предприятие.

Ключови думи: разходен подход, метод на ликвидационната стойност, ликвидационна стойност, нормална ликвидация, ускорена ликвидация

JEL: G12

POSSIBILITIES FOR DETERMINATION OF THE LIQUIDATION VALUE

Assoc. Prof. Svetoslav Iliychevski, PhD
D. A. Tsenov Academy of Economics - Svishtov
s.iliychevski@uni-svishtov.bg

Abstract: Currently, the global and national economies are experiencing an increase in the level of uncertainty, which is remarkable especially in the markets for the most traded assets. This, in turn, affects the activities of companies in terms of prices, demand and supply of specific resources, which makes it difficult to correctly determine the value of enterprises. Evaluation plays a crucial role in balancing the interests of all stakeholders at such a time. In many cases, the appraisers face the task in practice to derive, determine a value different from the market - liquidation, investment and others. In the present study we focus on the possibilities for determining the liquidation value.

Key words: cost approach, liquidation value method, liquidation value, normal liquidation, accelerated liquidation

JEL: G12

Въведение

При оценката на компании се използват значителен брой разнообразни подходи, методи, модели и техники. Това може да се проследи от класификациите на различните автори и издания в тази област (Damodaran, 2002, стр. 11), (Гуевски, 2001, стр. 78), както и от възприетите стандарти за бизнес оценяване от страна на международните асоциации на оценителите в Европа и Америка¹.

Посочените подходи, с тяхното многообразие от методи, се предлагат от различни автори и издания в тази област (Damodaran, 2002, стр. 11), (Валдайцев, 2002, стр. 105-298), (Уест, 2003, стр. 115-332), (Гуевски, 2001, стр. 78), както и от възприетите стандарти за бизнес оценяване от страна на международните асоциации на оценителите в Европа и Америка. Всички те възникват и се развиват на базата на три основни вида методи: отчетни (счетоводни); финансови; маркетингови (пазарни).

Независимо от различията между отделните класификации на авторите, това многообразие от методи и техники несъмнено може да се сведе до три основни подхода за оценка с техните присъщи методи. Те са: Разходен подход; Подход на базата на доходите (Приходен подход); Пазарен подход. Трябва да се отчете, че разгледаните подходи, с присъщите им методи, намират място в процеса на определяне стойността на предприятието. Те не се изключват взаимно, а по-скоро се допълват. Като правило в оценките се използват повече от един метод на един или повече подходи на оценка.

Бизнесът или дейността на търговското предприятие функционират при пазарни условия и върху тях оказват влияние многообразни случайни фактори (драйвери), които изменят търсенето, предлагането и цените на съответните продукти, стоки, услуги и др. На определен етап от развитието си търговското предприятие може по различни причини да изпадне в незадоволително, лошо финансово състояние, да изпитва затруднения да осъществява оперативната си дейност. В такъв момент за мениджмънта е удачно, дори наложително, да вземе решение дали да продължи дейността на компанията или да я прекрати. В този случай се налага и извеждането на ликвидационната стойност на предприятието. *Акцент в настоящата разработка* е един от методите на разходния подход и по-конкретно, методът за извеждане на ликвидационна стойност на търговското предприятие. Той представлява специфична процедура, способ за определяне стойността на предприятието. В резултат от прилагането му се изчислява т.нар. ликвидационна стойност. Целта на настоящата разработка е да се разгледат възможностите за определянето на ликвидационна стойност на търговското предприятие. В тази връзка целта се декомпозира в следните задачи:

✓ теоретично осветляване на понятията „ликвидационна стойност на търговско предприятие“ и метод за извеждане на ликвидационна стойност на предприятие;

✓ представяне и анализиране на техники, методи за извеждане на ликвидационна стойност – очертаване на допусканията при прилагане, предимствата и недостатъците им;

¹ В България се прилагат „Стандарти за бизнес оценяване“, утвърдени от КНОБ, в сила от 01.06.2018 г.

✓ конкретно прилагане на методите „изчисляване на диапазон на влияние на фактори“ и „опционен модел за извеждане на ликвидационна стойност на предприятие“;

✓ разработване на алгоритъм за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие и апробирането му.

1. Разходен подход за оценка на предприятие - подход базиран на активите²

Особено място сред обектите на оценка заема предприятието (бизнес, организация, компания). Самото понятие бизнес се възприема като предприемаческа дейност, насочена към получаването на икономически изгоди. За постигането на поставената цел е необходимо създаването на определена структура (предприятие, кооперация). По своята икономическа същност предприятието е основна стопанска единица, която произвежда продукти или предлага стоки и услуги, предназначени за реализация и задоволяване на потребности на други лица или организации (Петрова, 2011, стр. 10). Оценка на предприятие е необходима при различни ситуации – продажба на предприятието (цялото или отделни части), установяване на ефективността на дейността (управление на база стойност), при изкупуване на дялове/акции на напускащи съдружници и др. В теорията и практиката при оценка на предприятия се разграничават (Илиичовски & Перков, 2016, стр. 25-26):

- **юридическа концепция**, която разглежда предприятието като юридическо лице, имуществен комплекс. Тази концепция е заложена в Търговския закон. Предприятията са обект на гражданското право и се разглеждат като имуществен комплекс, използван за осъществяване на предприемаческа дейност. В този контекст, предприятието включва всички видове имущество, предназначени за неговата дейност: терен, сгради, съоръжения, оборудване, машини, суровини, продукцията, нематериални активи, имуществени задължения. В този случай оценката се отъждествява до определяне стойността на активите на предприятието;

- **икономическа концепция** – при нея се оценяват правата на собственост, конкурентните преимущества, интелектуалният капитал или всичко, което осигурява изгоди, печалба за собственика/собствениците.

Предприятието представлява организационно-икономическа форма на съществуване на бизнеса. То, като обект на оценка, притежава *специфични характеристики, особености*, които го отличават от останалите обекти, а именно:

✓ предприятието е *инвестиционна стока*. Купувайки предприятие (дял от него), инвеститорът очаква да получава блага, изгоди от него в бъдеще. В случая той трябва да отчита и възможния риск от невъзстановяване на

² Според СБО, оценката на търговски предприятия и вземания се осъществява чрез Приходен подход, Сравнителен подход, Метод за прилагане на чиста стойност на активите и Метод за извеждане на ликвидационната стойност. Двата метода извеждат индикативната стойност на търговското предприятие въз основа на оценката на всичките му активи и пасиви към датата на оценка. Именно затова, в настоящата разработка се разглеждат като методи на разходния подход или подход базиран на активите. Според Европейските стандарти за оценка (Tegova)-компаниите се оценяват с помощта на три подхода – приходен, пазарен и подход на база активите. <https://tegova.org/european-business-valuation-standards-ebvs>.

вложените средства (или ниска възвръщаемост), т.е. ако получените приходи (като се отчете и факторът време) са по-ниски от инвестираните средства, то предприятието (като инвестиционна стока) би загубило своята инвестиционна привлекателност. В този ред на мисли настоящата стойност на ползите, благата, приходите, които би получил един собственик, са пределната пазарна стойност през призмата на купувача;

✓ предприятието е *сложна система*. На практика се осъществяват сделки както за цяло предприятие, така и на дялове (части) от него, на отделни активи и др.;

✓ *потребността от конкретно предприятие* – тя зависи от процесите, които протичат вътре в самия бизнес, така и във външната среда. Нестабилността в икономиката се отразява на бизнеса и обратно – проблемите на предприятията в един последващ момент влияят нестабилно на икономиката;

✓ *потребност от регулиране дейността* на предприятията, а също така и на процеса на оценката му.

Оценката на предприятието означава определяне в парично изражение на стойността, която може да бъде най-вероятната продажна цена и трябва да отразява всички свойства на предприятието като стока (т.е. неговата полезност) и разходите, необходими, за да носи ползи, изгоди и пр. Тъй като полезността зависи от конкретните интереси на купувачите, оценителят трябва да определи и различни видове стойност (възстановителна, ликвидационна, инвестиционна и др.).

Професионалният оценител в своята дейност винаги се ръководи от конкретни цели. Правилното определяне на целите позволява и надеждно да се изчислят стойностите, да се избере подходящ метод за оценка. По принцип целта на оценката се състои в определяне на дадена стойност, която е необходима на клиента за вземане на решение.

При извършване на оценъчната дейност са заинтересовани различни страни: от държавните структури до частните лица. Оценката може да представлява интерес за: контролно-ревизионните органи, данъчната администрация, управленските структури, кредитните организации, застрахователните компании и други организации, частните собственици на бизнес дейност, инвеститорите и т.н.

Страните, заинтересовани от извършването на оценката, се стремят да реализират своите икономически интереси, като поставят определени цели, които могат да бъдат:

✓ повишаване на ефективността от текущото управление на предприятието;

✓ определяне стойността на ценни книжа, в случай на покупко-продажба на акции на дадено предприятие на фондовия пазар;

✓ извеждане стойността на предприятието, в случай на покупко-продажбата му като цяло или на негови части;

✓ реструктуриране на предприятие – ликвидация, сливане, поглъщане, отделяне на обособени предприятия от състава на холдинг. Необходимо е да се определи покупната цена на акциите;

✓ разработване на план за развитие на предприятието;

✓ определяне на кредитоспособността на предприятието и стойността му за осъществяване на сделки за залог;

- ✓ застраховане, в процеса на което възниква необходимостта от определяне стойността на активите;
- ✓ приемане на обосновани управленски решения;
- ✓ осъществяване на инвестиционни проекти за развитие на бизнеса.

В практиката се срещат и случаи, когато е възможно да се продава и отделно имущество на предприятието. При тези обстоятелства е необходимо да се оцени отделният актив.

Подход, базиран на активите представлява общ способ за определяне стойността на предприятието и/или собствения капитал, в рамките на който се използват един или няколко метода, основани на непосредственото изчисляване на стойността на активите за сметка на задълженията. При него оценката се извежда на основата на анализа на ресурсите, необходими за възпроизводство на активите на предприятието. Той се базира на предположението (Косоркова, 2005, стр. 114), че собственикът, при реализация на своята собственост, би следвало да компенсира инвестираните от него ресурси по създаването или придобиването, въвеждането в действие на предприятието, като се отчита факторът време и изменението на икономическите условия. Разходният подход разглежда предприятието преди всичко като имуществен комплекс, използван за осъществяване на предприемаческа дейност, т.е. съгласно „идеологията” на този подход стойността на предприятието е стойността на активите му (разбира се, като се приспадне размерът на задълженията). Неговото прилагане е свързано с необходимостта от определяне в парично изражение на най-вероятната стойност на предприятието в зависимост от поставените цели. Казано накратко, имущественият подход се ориентира не към установяване на потенциала на предприятието, а към „оценка на активите при хипотетични условия на продажба” (Фишмен Д. Ш., 2000, стр. 238). Обобщавайки практиката по прилагане на разходния подход, могат да се установят основните направления на неговото използване при (Щербаков, 2006, стр. 145), (Григорьев, Оценка предприятий имущественный подход, 1998, стр. 39), (Фишмен Д. Ш., 2000, стр. 237):

- ✓ оценка на предприятието като цяло;
- ✓ оценка на контролния пакет акции/дялове на предприятие със значителен размер на дълготрайни активи;
- ✓ оценка на новосъздадени предприятия, когато отсъстват ретроспективни данни;
- ✓ оценка на предприятия при затруднение за прогнозиране на печалбата и паричните потоци;
- ✓ отсъствие на пазарна информация за предприятия-аналози;
- ✓ оценка на предприятия, силно зависещи от сключените договори или липса на постоянни клиенти (например строителни предприятия);
- ✓ оценка на предприятия със значителна част на финансови активи;
- ✓ ликвидация на предприятие;
- ✓ предоставяне на търговски кредит;
- ✓ изработване на план за погасяване на задълженията на предприятие-длъжник;
- ✓ отделяне на определени производствени мощности в самостоятелно предприятие;
- ✓ разработване на програма за реорганизация на предприятие.

Посочените направления на използване на разходния подход не изключват и други сфери на приложение. Според някои автори (Грегори, 2003,

стр. 7) в определени ситуации (при положение, че предприятието не е жизнеспособно като действащо) стойността, изведена чрез разходния подход, може да се приеме като долна нейна граница. При всички случаи тя следва да бъде съпоставена, съгласувана със стойността, изведена от приходния и/или пазарния подход.

Разходният подход се представя с два основни метода:

- метод за прилагане на чиста стойност на активите;
- метод за извеждане на ликвидационната стойност.

2. Дефиниционни съждения за ликвидационната стойност на предприятие

Теоретично осветляване и практическо решаване на проблеми, свързани с определяне на ликвидационна стойност на бизнеса (предприятие), съществува в разработки на следните автори: Alderson, Betker, (1995), Mandl, G. – Rabel, K. (1997), Горчакова, (2005), Лейфер, (2006), Damodaran, A. (2006), Ballwieser, W. (2007), Касьяненко, (2007), Ting, Warachka, Zhao, (2007), Горюнов, Бабичева, Козлова, (2010), Wollny, C. (2010), Kim, Lim, (2010), Артеменков, Жуков, (2011), Холодкова, (2013), Иванова, Шмачин, (2014), Belo, Lin, Vitorino, (2014); Golec, Gupta, (2014), Захарова, (2015), Фоменко, (2015), Jafarinejad, Jory, Ngo, (2015), Volkov, Smith, (2015), Poborský (2015) и др.

Според Българските стандарти за оценяване, част II, т. 4.3., ликвидационна стойност (ЛС) е тази стойност, която е изведена при специални условия, ако е възложено като цел на оценката и се прилага при доброволна или принудителна продажба. Подобно е и определението съгласно Европейските стандарти за оценяване (European Business Valuation Standards Board TEGOVA, 2020) – ЛС е приблизителна стойност, която кредитори и акционери могат да получат, в случай на ликвидация на оценяваната компания. В международните стандарти за оценяване (ivsc.org, 2020) ЛС се определя като сума, която би била реализирана, когато даден актив или група активи се продават отделно.

Според други определения (investopedia.com/term, 2022), акцентът е, че ЛС е стойността на материалните активи на компанията, в случай на закриването ѝ и активите се продават. Нематериалните активи се изключват при определянето на ликвидационната стойност на предприятието. Подобна е и дефиницията (wallstreetmojo.com/liquidation_value, 2022), където за ликвидационната стойност на предприятието е определена стойността на активите (материалните), когато то прекрати дейността си.

Обобщавайки казаното дотук, можем да изведем, че ЛС представлява стойността, която собственикът на предприятието може да получи при прекратяване на дейността, продажбата на активите и покриването на всички задължения, включително и разходите, свързани с ликвидацията. Това е най-вероятната цена на предприятие, която може да получи продавачът при ограниченост във времето и специални, специфични условия на пазара. От това определение можем да открийм следните характеристики на ликвидационната стойност на предприятие, а именно:

- ✓ извършването на продажбата на предприятие (част от него, отделни активи) се осъществява в ограничен период (срок), т.е. срокът на експозиция е по-кратък от нормалния за пазара;
- ✓ купувачът действа разумно и съзнателно, мотивирано и съобразно собствените си интереси;

✓ продавачът е „принуден да продава – активите се продават поотделно, без да се съблюдава икономическа връзка помежду им (Ганчев, 2018, стр. 286);

✓ в повечето случаи липсват или са ограничени маркетинговите действия (процедури), т.е. информацията за продажбата на предприятието/активи не е достигнала до широк кръг от потенциални купувачи, което от своя страна би довело до повишаване на цената/цените.

ЛС е стойността на компания, която е в затруднено финансово състояние, в невъзможност (доста трудно) посреща своите задължения или е преди процедура по несъстоятелност. Това е ситуация в контраст (противоположност) на концепцията за действащо предприятие, която предполага, че дружеството продължава своята дейност и в следващ период. Доста автори посочват, че основната разлика между стойността на действащо предприятие и ЛС се състои във включването (респективно изключването) на стойността на нематериалните активи.

Трябва да се отбележи, че съществува разлика между ликвидационна стойност и метод на извеждане на ликвидационна стойност.

Метод на ликвидационна стойност е един от методите за оценка на бизнеса (оценка на предприятие). *Представява специфична процедура, начин на действие, прилаган за извеждане на стойността* (БСО мястото на метода за извеждане на ликвидационната стойност на предприятие е след 4.3 Други методи за оценка на търговски предприятия и вземания, 4.3.1. Метод за прилагане на чиста стойност на активите, 5. Метод за извеждане на ЛС). Според дефиницията (<https://efinancemanagement.com>) „методът на ликвидационната стойност е една от техниките за оценка на бизнеса, базиран на баланса, която предполага, че така определената стойност е най-ниската, в случай че дружеството бъде закрито“. Подобно е определението (<https://www.businessvaluations.net/methods>, 2022), според което методът се използва, когато има индикации за прекратяване на дейността или реструктуриране на дейността на предприятието. Приходите от ликвидация се изчисляват при допускане за нормална или принудителна ликвидация. Според друго виждане (thebusinessprofessor.com, 2022) методът е базиран на стойността, която собственикът/собствениците биха получили незабавно при продажбата на активите на открития пазар. Периодът на реализация е от шест до дванадесет месеца.

В този контекст трябва да очертаем и основната разлика между Метода на чистата стойност на активите и Метода на ликвидационната стойност. Тя се състои в това, че при първия се допуска бъдещо развитие на предприятието (съгласно международните стандарти за оценка това съответства на концепцията за действащо предприятие³), при втория – се предполага прекратяване на дейността му (концепцията ликвидация). В тази връзка следва

³ Предположението за действащо предприятие е фундаментален принцип при изготвяне на финансовия отчет. Съгласно принципа „Предположение за действащо предприятие“, предприятието *обикновено* се разглежда като продължаващо дейността си в обозримо бъдеще, без намерение за ликвидация, необходимост от преустановяване на стопанската дейност или търсене на защита от кредиторите по силата на закони или други нормативни разпоредби (несъстоятелност).

да се припомни, че при ликвидацията на предприятие стойността на отделни активи може да клони към нула, а при по-продължително използване – да е много по-голяма от нула. Подобен е случаят с програмните продукти на предприятието, което е обявено в процедура по несъстоятелност и ликвидация. Не е позволено предприятието да ги продава, тъй като те принадлежат на този, който ги е разработил.

Оценка на ЛС се осъществява в следните случаи:

- компанията е неплатежоспособна или са налице сериозни съмнения относно способността да остане действащо предприятие;
- реорганизация на предприятието;
- разработване на план за погасяване на задълженията;
- оценка на възможността за обособяване на отделно производствено подразделение в самостоятелен икономически агент;
- стойността на предприятието при ликвидация би била по-висока отколкото при продължаване на дейността.



Фиг. 1. Типични случаи за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие. Разработена от автора.

Така например, при анализ на финансовото състояние на търговското предприятие, ако се установи, че продължаването на дейността му е неизгодна и губеща за неговите собственици би трябвало да се прибегне към производство по ликвидация. В този случай се налага да се изведе ликвидационната стойност на стопанския субект. При процедурата по продажба на компанията, като залог се има предвид, че трябва да се определи най-ниската ѝ стойност. При положение че, например не се обслужва дълг, кредиторът задължително следва да знае по каква цена може да реализира залога (в конкретния случай – търговското предприятие). Ускорена продажба на активи на дружеството е налице при ограничен срок на експозиция. В този случай също е необходимо да се определи ликвидационната им стойност.

От гледна точка на оценяването, определянето на ЛС, според повечето български автори, може да се осъществи по два начина, а според други – по три (Костырко, 2008, стр. 87), (Галасюк, 1999, стр. 58-60). На фиг. 2 са представени вариантите за осъществяване, определяне на ликвидационната стойност на търговско предприятие.



Фиг. 2. Начини за определяне на ликвидационната стойност на търговско предприятие. Разработена от автора.

Нормалната ликвидация предполага наличие на достатъчно време, разумен период⁴ за собствениците и липса на принуда за незабавна продажба на активите на предприятието. При този вид ликвидация се очаква да се постигне цена, близка до пазарната стойност на актива. Не може да се очаква, че нормалната ликвидация би се осъществила за по-малко от 12 месеца. При някои активи (бавно ликвидни) разумният период може да продължи до две години, които са необходими за придаване на търговски вид на активите, за рекламна кампания, за организиране на търгове и др. При нормалната ликвидация може да се предвидят следните дейности:

- ✓ планирано съкращение на обема на продажбите; постепенно съкращаване и извеждане от експлоатация на дълготрайни активи;
- ✓ подготовка за продажба и продажба на активи; обслужване и погасяване на кредиторската задлъжнялост;
- ✓ планиране на мерки за погасяване на дългосрочната задлъжнялост;
- ✓ събиране на дебиторската задлъжнялост; планиране на мерки за събиране на просрочената дебиторска задлъжнялост.

Ускорената ликвидация се реализира за кратък срок без предварителна подготовка. На потенциалните купувачи се предлагат активи в действителното им състояние. ЛС в този случай е значително по-ниска от пазарната стойност. Поради тази причина към ускорена, принудителна ликвидация се прибъгва само при интензивна външна принуда като състояние на фалит или силна заплаха от такъв, водеща до необходимо пълно или частично самоликвидиране. При силно губещо оценявано предприятие, налагащо преминаване към ускорена ликвидация, е целесъобразно използването на комбиниран метод за оценка на ликвидността от типа на т. нар. *метод на амортисъора*, използван при анализа на кредитоспособността на предприятие. Тук се анализират текущите активи с оглед на това доколко стойността им е достатъчна, за да послужи за амортисъор пред кредиторите. Той е нужен, когато предприятието има затруднения с плащанията по кредитите и се налага частична или пълна разпродажба на имуществото за покриване на част от най-неотложните му дългове или да се прекратят загубите от продължаващия бизнес. Методът може да се използва с успех и при метода на ликвидационната стойност на приватизиращи се

⁴ Разумен период – в нормативните актове липсва точно определение за разумен период. Всеки един оценител следва сам да определи това време в зависимост от вида на актива.

държавни и общински предприятия или обособени части от тях. Той отчита факта, че при тази форма на ликвидация активите неминуемо загубват част от пазарната си стойност, а дълговете остават същите или се увеличават с наказателните лихви. Редукцията на оценката на видовете активи по този метод следва да е много коректна от гледна точка на състоянието на оценявания обект, в бранша или общо в страната.

При третия вид ликвидация активите не се продават, а се унищожават и на тяхно място се изграждат нови, които са икономически по-ефективни. В този случай стойността на предприятието следва да е отрицателна, тъй като са извършени разходи по ликвидацията.

3. Техники, методи за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие

В теоретичен аспект (особено ако се погледнат БСО, но същото се отнася и за Европейските и международните стандарти) липсва цялостна технология, алгоритъм за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие. Според националната нормативна уредба не се прави разлика между „ликвидационна стойност на предприятие“ и „ликвидационна стойност на актив“. Основното, върху което се акцентира е, че ликвидационната стойност се извежда при извънредни условия.

В общия случай ЛС се извежда на базата на обособени две групи методи (Болотских В. , 2005, стр. 93-94):

✓ директно (пряко) определяне на ЛС – съпоставя се оценяваното предприятие (дялове) с аналогично на него. Приложими са:

- методът на сравнимите продажби;
- регресионно-корелационен анализ.

✓ косвено определяне на ЛС – предполага тя да бъде изведена на база пазарната стойност.

Според други автори (Пузыня, 2019, стр. 133), в зависимост от методологията на определяне на ЛС, съществуват следните методи за нейното определяне:

✓ методи, отчитащи срока на продажба;

✓ методи, отчитащи срока, принудителността на продажбите и еластичността на цената спрямо търсенето на обекта на оценка;

✓ методи, отчитащи срока на продажба и разходите, свързани с реализацията на обекта;

✓ инвестиционен метод – основан на предположението за интереса на клиента на обекта на оценка като потенциален инвеститор и съответстващ на приходния подход.

В таблица 1 са показани техники, методи за определяне на Ликвидационна стойност.

Таблица 1

Техники, методи за извеждане на ликвидационна стойност

№	Изследван драйвер	Формулен апарат	Допускания за прилагане	Предимства	Недостатъци
1.	Еластичност на търсенето спрямо цената (Галасюк В, 2000)	$LV = \frac{PV}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{m \cdot n}} \prod k$, където LV – ликвидационна стойност; PV- пазарна стойност; i-дисконтов процент; m-количество периоди през годината; n-продължителност на срока в години; $\prod k$ -представлява произведение на значението на влиянието на факторите влияещи върху ликвидационната стойност.	Методът се базира на принципа на продажба (без печалба) на обекта на оценка Измерва се коефициентът на еластичност на търсенето спрямо цената	На теория може да се отчита влиянието на множество фактори влияещи върху ЛС	$\prod k$ - коригиращият коефициент е само за един фактор на практика
2	Ограниченост на срока на продажба (Козырь, 2000)	$LV = \frac{PV}{(1+y)^{\frac{t_0-t}{T}}}$,където PV- пазарна стойност; LV – ликвидационна стойност; y-средна норма на доходност от	Периодът за продажба на обекта на оценка превишава установения норматив от време за	Лесен за прилагане	Изследва се само едни фактор

		<p>инвестиции в подобни активи;</p> <p>t – среден период за продажба на подобни активи;</p> <p>t – нормативен период за продажба;</p> <p>T – период от време, когато се прилага нормата на доходност.</p>	продажба на съответния актив		
3.	Ограниченост на срока на продажба (Ахметов, 2002)	$LV = PV * KP$ <p>PV – пазарна стойност;</p> <p>KP – коригиращ коефициент.</p>	<p>Коригирацията зависи от пазарните условия.</p> <p>Всички параметри са случайни величини и се подчиняват на нормалното разпределение</p>	Прилагането е сведено до използването на таблици с данни	<p>Необходима е публична информация за търсенето на конкретен актив.</p> <p>Методът се прилага за отделни активи (НИ).</p>
4.	Доход на инвеститора (Родин, 2003)	$LV = PV \frac{1 - np(T_o - Tlv)}{1 + nk(T_o - Tlv)}$, където <p>np – изискуема норма на възвръщаемост</p> <p>nk – норма на възвръщаемост на кредитора</p> <p>T_o – обичаен срок за експозиция на актива</p>	<p>Конкретният актив се реализира бързо.</p> <p>Използват се чужди средства.</p> <p>Мотивът за осъществяването</p>	Лесен за прилагане, достатъчно е да е налице информация.	<p>Твърде много допускания, което е предпоставка за изкривяване на получената ЛС.</p> <p>Подходящ е за</p>

		T_{lv} – срок за реализация на актива по ликвидационна стойност	о на сделка за купувача е възможността да реализира печалба, която на практика зависи от пазарната стойност.		определяне на ЛС на конкретен актив.
5.	Еластичност на търсенето спрямо цената (Мышанов А., 2003)	$LV = PV \left(\frac{1}{1+i/m} \right)^{trm} * \frac{1}{1+kt} * \frac{1}{2-tl/tr}$ <p>където</p> <p>i-изискуема норма на възвращаемост</p> <p>m-периоди в една година</p> <p>kt – търговска надценка</p> <p>tl – период на експозиция при ликвидация, в месеци</p> <p>tr – период за нормална реализация на обекта на оценка, в месеци</p>	<p>Приема се, че продавачът е принуден да продава.</p> <p>Продажбата се осъществява в интерес на трета страна.</p> <p>Срокът на експозиция е ограничен.</p>	<p>Прилага се лесно, при наличие на достатъчна публична информация.</p>	<p>Търговската надценка⁵ не е указано как се изчислява. За различните обекти би трябвало да е различна.</p>
6.	Статистически модел за пазара и определяне на ЛС (Лейфер, 2006)	$LV_{(t)} = \frac{bt+aG}{t+G}, G = \frac{(b-1)}{(1-a)}$ <p>където:</p> <p>a- минимална цена на оценявания актив, по която би се реализирал „мигновено“;</p>	<p>Параметрите a, b и G зависят до голяма степен от активността</p>	<p>Необходима е пазарна информация за цените на</p>	<p>Моделът се прилага преди оценка на отделен актив.</p>

⁵ Според Северин при жилищен пазар търговската надценка е в диапазона 12-19% и удовлетворява продавачите. За купувачите приемлива е отстъпка в диапазона 25-40%. Източник: Оценочная деятельность, бр.1/2015 г., с.26-27.

		<p>P- максимална цена на оценявания актив, над която на практика няма да бъде продаден конкретния актив;</p> <p>G- производен параметър;</p> <p>t – периода за реализация на обекта.</p>	на пазара на съответния актив.	конкретния актив.	Преди всичко за оценка на НИ.
7.	Изчисляване на диапазон на влияние на фактори (Болотских В. , 2005)	$D_{(L)} = \left(\frac{\sum AV}{\sum MV} \right) * ASD * 100$, където $D_{(L)}$ - отстъпка, дисконт AV – действително значение на факторите MV - бални оценки на всички изследвани фактори ASD - абсолютно значение на измененето на отстъпката	Определя се отстъпка за ликвидност на основата на оценка на влиянието на фактори, влияещи върху стойността на конкретен актив.	Оценителят избира, ранжира факторите, влияещи върху ЛС.	Оценката за влиянието на всеки един фактор се дава от оценителя. Доколко „реална“ би била такава оценка зависи от опита, знанията и уменията на експерта.
8.	Директно изчисление на ЛС (spmag.ru/articles/likvidacionnaya-stoimost-osnovnyh-sredstv, 2022)	$LV = (FS + 3/4Deb + 1/2ТМЦ) - Z$ FS - парични средства Deb -дебиторска задлъжнялост $ТМЦ$ – материални запаси Z - задължения	Допуска се, че при извеждане оценката на предприятието ще участват ликвидните активи.	Лесно за приложение.	Доколко удачно е да се изключва стойността на нетекущите активи от стойността на цялото

					предприятие ⁶ .
9.	Еластичност на търсенето (Артеменков, 2011)	$LV = PV * LDA * Ke$ <p>където</p> $LDA = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{T \Delta m}$ $T_{\Delta} = Tm - t,$ $Ke = \text{the } Ee $ <p>r- изискуема норма на доходност; m-брой олихвявани периоди; Tm – срок на експозиция при пазарни условия; T – срок на експозиция при принудителна ликвидация; Ke - еластичност на търсенето спрямо цената.</p>	<p>Допуска се, че еластичността на търсенето спрямо цената е хиперболична тангента функция.</p> <p>Използва се крива на безразличие на продавача.</p> <p>Средствата, които постъпват от продажбата на съответния актив да бъдат инвестирани (доход от тях).</p>	При достъп до пазарна информация би се определила ЛС.	<p>Изчисляване на бъдеща пазарна стойност.</p> <p>Не се вземат предвид транзакционни разходи за продавача.</p>
10	Ограниченост на срока на продажба (Ондасынова А,	$LV = \frac{PV(i+R)}{(1+y)^{\left(\frac{tE-t}{T}\right)}}^7$	Допуска използването на странови риск и	Лесен за прилагане	Преди всичко за оценка на отделни

⁶ В повечето източници от автори представляващи страни с развита пазарна икономика при извеждането на ликвидационната стойност на търговско предприятие не се включва стойността на нематериални активи в компанията (в определени компании тези активи могат да са значителна част от нетекущите (дълготрайните) активи).

⁷ В българската оценителска практика може да се използва следната формула: $LV = \frac{PV(i_{gs}+R_B)}{(1+y)^{\left(\frac{tE-t}{T}\right)}}$. Подобна е на предложената формула от Ондасынова А, Сауранбай С., като i и R са заместени с норма на доходност на ДЦК и странови риск за България.

	2012)	<p>PV- пазарна стойност;</p> <p>LV – ликвидационна стойност;</p> <p>y-средна норма на доходност от инвестиции в подобни активи;</p> <p>te-среден период за продажба на подобни активи;</p> <p>t – нормативен период за продажба;</p> <p>T- период от време, когато се прилага нормата на доходност;</p> <p>i – доход от подобни активи в страни с развита пазарна икономика;</p> <p>R- странови риск</p>	риск за западни страни		активи.
11	Отстъпка за липса на ликвидност (Захарова, 2015)	$LV = PV * K$ <p>PV- пазарна стойност;</p> <p>K – коригиращ коефициент.</p>	Допуска се, че за кратък период от време ликвидационната стойност е равна на пазарната стойност, т.е. при извеждане на пазарната стойност са отчетени корекции за	Лесен за прилагане.	При оценка на акции и дялове.

			ликвидност.		
12	Реални опции (Copeland N., 2001) ⁸	$LS_{(put)} = PV_A(N_{d1} - 1) + D * e^{-rT}(1 - N_{d2})$ $d_1 = [\ln(PV_A/D) + (r + \sigma^2/2)T]/\sigma\sqrt{T}$ $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ <p>$LS_{(put)}$ е ликвидационната стойност на предприятието;</p> <p>PV_A – пазарна стойност на активите или дисконтираният паричен поток;</p> <p>$\sum_i D$ - стойността на дълга;</p> <p>$e^{-2,71728}$, основата на натуралната логаритмична функция;</p> <p>$N(d)$ – вероятността един случаен опит върху стандартното нормално разпределение да има стойност по-малка от d.</p> <p>r – безрисковият лихвен процент, съответстващ на дюрацията;</p>	<p>Да е налице висока степен на неопределеност.</p> <p>Дисконтираният паричен поток да клони към нула.</p> <p>Допуска се, че бизнесът е един вид проект. И е възможно при конкретна ситуация да е налице отказ от проекта.</p>	<p>Подходът на опционното ценообразуване може да бъде използван за всеки актив, имащ опционни характеристики, с някои условия.</p>	<p>Резултатът до голяма степен зависи от построения оценъчен модел и допусканията на оценителя.</p>

⁸ По проблемите за оценка на компании съществуват мнения в разработките на: Copeland N., and V. Antikarov. *Real Options – A Practitioner’s Guide*. Texere, 2001. Chapter 6, Damodaran, A. (2002): *Investment valuation, 2nd edition*, John Wiley & Sons, Folta, T. B., and Miller, K. D. “Real options in equity partnerships”. *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 2002, pp. 77-88. Levnsohn, A. “When valuation considers real options”. *Strategic Finance*, June 2001, pp. 79-80. Cox, J. - Ross, S. - Rubinstein, M. (1979): *Option Pricing: A Simplified Approach In: Journal Of Financial Economics*, Vol. 7, No. 3, 229-263. Borison, A., (2005): *Real Options Analysis: Where Are The Emperor’s Clothes*, *Journal Of Applied Corporate Finance* 17 (No. 2): 17-31 и др.

		T- периодът за ликвидация.			
13	Отстъпката за недостатъчна ликвидност (discount for lack of marketability ⁹) (Хитчнер, 2008, стр. 103)	<p>Извежда се оценка на бизнеса (пакет от акции, дялове - миноритарен и контролен пакет). Моделите за определяне на диапазона на отстъпката на миноритарен пакет за отсъствие на ликвидност са:</p> <ul style="list-style-type: none"> - сделки с ограничения (restricted stock approach); - изследване на акции до първично публично предлагане (IPO); - опционен метод; - модел с ограничена търговия с акции в рамките на сделки извън финансовия пазар; - количествен модел на Mercer. 	За всеки един модел има конкретни допускания.	При положение че се използват установените в различните модели отстъпки за липса на ликвидност и се приложат директно към оценявания обект, извеждането на оценка е бързо и лесно.	Не е коректно да се използват така изчислените отстъпки за недостатъчна ликвидност – те са за различни страни, различни икономики и др.

⁹ По проблемите за определяне на отстъпка за недостатъчна ликвидност на бизнеса са работили Mercer, Z. Ch. Valuing enterprise and shareholder cash flows : the integrated theory of business valuation // Peabody publishing, LP. 2004, p. 263. Emory, J. D. The value of marketability as illustrated in initial public offerings of dotcom companies // Business valuation review. 2000. Vol. 19. №2. p. 111-113. Longstaff, F. How much can marketability affect security values? // Journal of Finance, 50, 1995, p. 1767-1774. Wruck, K. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. // Journal of Financial Economics, 23, 1989, pp.3-28.; Hertzfel, M., Smith, L. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. Journal of Finance, 48, 1993, pp. 459-485 и др.

14	Оптимална стратегия за изпълнение при ликвидация (Lau K., Volume 2, Number 2, May 2006)	$Z_l = \frac{n_0 S_0 - e^{-rT} Est}{n_0 S_0} * 100, \text{ където:}$ <p>Zl - загуба от процеса на ликвидация по брой активи</p> <p>S0 - стойност на актива</p> <p>r - безрискова ставка¹⁰</p> <p>T- период на ликвидация</p> <p>Est – терминална стойност</p>	Допуска се, че закъснението във времето за изпълнение и ликвидационен дисконт са детерминирани.	Лесна за приложение при наличие на публична информация.	Прилага се при оценка на ценни книги във връзка със закриване на позиции (закриване на заета позиция на фондовия пазар, а не процедура по ликвидация на предприятието)
----	---	--	---	---	--

Данните в таблицата са допълнени от автора на база Н. Захарова, *Особенности определения ликвидационной стоимости бизнеса, Экономический анализ: теория и практика, 2015 г., с-38-52.*

¹⁰ Нормата на възвращаемост на ДЦК. Допуска се, че те са ценни книжа с най-ниска степен на риск, доколкото няма напълно безрискови инвестиции. В този смисъл „безрискова“ е относително понятие.

Представените в таблицата техники/модели не изчерпват гамата от разгледани в теорията на оценка, но в известна степен се допълват. Така например при първа група – (1), (4), (5), (9) и (11) се оценява конкретен обект на основата на влиянието на еластичността на търсенето спрямо цената. Втората група модели/техники - (2), (3) и (10) изследват влиянието на ограничеността на продажбите и на тази база се извежда ликвидационната стойност на оценявания актив. При (6) – статистическия модел на пазара се построява крива на ликвидността или L_f , която изразява най-вероятната цена на конкретен актив, но отново в зависимост от срока на експозиция, т.е. може да го причислим към втората група.

Доколко в оценителската практика би се прилагал/използвал модел (8) зависи от вижданията на оценителя. Въпросът или проблемът е каква би била изведената стойност на конкретното предприятие при положение, че не са включени нетекущите му активи.

По-различни са вижданията на моделите (7), (12), (13) и (14). В западната литература проблемът с извеждане на ликвидационната стойност на търговско предприятие се решава (предлага се решение) с определянето на корекция към пазарната стойност на бизнеса (има се предвид да се изчисли стойността на миноритарен или контролен пакет¹¹). На практика, за да се приложи (13) е необходимо акумулиране, обработване и анализ на значително количество информация. Изследвания са осъществени в различни страни – изведени са отстъпки за липса на ликвидност. Въпросът е дали е коректно те да се използват, прилагат в българската оценителска практика.

При (14) се изчислява загубата от процеса на ликвидация на заета позиция. Прилага се при оценка на ценни книги и то във връзка със закриване на същата на фондовия пазар, т.е. не е точно техника за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие.

Погледнато от друг аспект, повечето техники/модели се прилагат, използват преди всичко за отделни активи, т.е. при положение, че ги таргетираме – *модели за конкретни активи* или *модели за оценка на цели предприятия*. На практика (7) и (12) могат да се прилагат преди всичко за оценка на компании. Върху тях акцентираме в този параграф.

3.1. Изчисляване на диапазон на влияние на фактори

Заклучението на оценката се базира на анализ и оценка на влиянието на всеки един фактор, влияещ върху ликвидационната стойност на търговското предприятие. В този контекст, коректността на оценката до голяма степен зависи от професионалния опит и теоретичните знания на оценителя. За определяне на резултата в рамките на този модел/техника е необходимо отчитане на следните примерни фактори:

- ✓ срок на експозицията на актива/активите;
- ✓ инвестиционна привлекателност на предприятието, респективно активите му;
- ✓ пазарна конюнктура;
- ✓ ефективност на маркетинга;
- ✓ мениджмънт на търговското предприятие.

¹¹ Според икономическата концепция за търговско предприятие при оценка се оценяват правата на собственост, конкретните преимущества, които осигуряват за съответния собственик.

На тази база оценителят поставя бални оценка от 1 до 10 на всеки един от факторите, в зависимост от степента на съответствие.

Пример 1. На оценител е възложено определяне на ликвидационната стойност на предприятие „X“. Той е избрал, ранжирал и оценил влиянието на всеки един фактор (виж таблица 2). Пазарната стойност на компанията към настоящия момент е 100 000 лв.

Таблица 2

Степен на влияние на фактори при оценка на търговско предприятие

№	Изследван фактор	Степен на влияние	Оценка на фактора	Диапазон на отстъпка от 0-
1.	Период на продажба на предприятието (нормален срок за ликвидация)	висока	7	20,56%
2.	Инвестиционна привлекателност на търговското предприятие	висока	8	23,56%
3.	Конюнктура на пазара	висока	7	20,56%
4.	Ефективност на маркетинга	средна	5	14,76%
5.	Мениджмънт (управленски екип)	висока	7	20,56%
Сумарна величина			34	100,00%

Разработена от автора

На основата на отчитане степента на влияние на всеки от избраните фактори и поставена оценка, е получена сумарна величина в размер на 34. От таблица 2 се вижда, че влиянието на отстъпката за различните фактори е в диапазона от 0 до 23,56%.

Таблица 3

Изчисление на отстъпката по примера на предприятие „X“

	Изследван и ранжиран фактор	Ниска степен на влияние			Средна степен на влияние			Висока степен на влияние			Максимална	Сума
		1	2	3	4	5	6	7	8	9		
												55
1	Период на продажба							1				
2	Инвестиционна привлекателност на предприятието								1			

3	Конюнктура на пазара						1				
4	Ефективност на маркетинга				1						
5	Мениджмънт						1				
	Брой фактори				1		3	1			5
	Действително значение на влиянието на факторите				5		21	8			34

Прилагайки следната формула: $D_{(L)} = \left(\frac{\sum AV}{\sum MV} \right) * ASD * 100$, се получава размерът на ликвидационната отстъпка или дисконт - 14,56%. На тази база оценителят определя и ликвидационната стойност на предприятието – 85 440 лв.

Изводът, който може да се направи, е, че моделът е лесен за приложение. Оценителят сам избира и ранжира факторите, които според него влияят върху ликвидационната стойност. Недостатък е, че оценката за степента на влиянието на всеки един фактор се дава от оценителя. Доколко „реална“ би била такава оценка зависи от опита, знанията и уменията на експерта.

3.2. Опционен модел за извеждане на ликвидационна стойност на предприятие

Опциите се използват основно при сделки с ценни книжа, но със същия успех могат да се прилагат и в реалната икономика поради това, че много икономически процеси могат да се представят във вид на опцион. Прилагайки този подход, инвеститорите получават право да предприемат решения, благодарение на които да черпят икономически изгоди или да намалят загубите. Безусловно, такова право в условията на неопределеност притежава стойност. При положение, че предприятието се представи като инвеститор в реални активи, то мениджмънтът му може да повиши стойността им, адекватно реагирайки на променящите се условия. *Предимството от прилагането на опционния подход е, че до известна степен се решава проблемът със субективността при прогнозиране на паричните потоци и се отчита влиянието на някои детерминанти върху „действащо предприятие“* (Илиичовски & Перков, 2016).

Подходът на опционното ценообразуване може да бъде използван за всеки актив, имащ опционни характеристики, с някои условности (Коупленд, 2005):

- ✓ налице е висока степен на неопределеност;
- ✓ дисконтираният паричен поток клони към нула.

Реалната опция е ситуация в хода на дейността, която предоставя възможност да се използват променящите се условия за увеличаване стойността на предприятието. От методологическа гледна точка опционният подход е подход за оценка, подобен на традиционните подходи.

Оценката на опции се основава на допускането, че съществуват преломни точки, в които мениджърите трябва да решат да изпълнят или не поставените цели (да упражнят своето право или не). Същата е логиката и при прилагането на теорията на опциите при оценка на търговско предприятие, в конкретния случай да изведем ликвидационната му стойност. При сливания, поглъщания и продажба на бизнес ситуацията би могла да се интерпретира чрез модела на реални опции по следния начин: в случая е налице пут опция – опция за напускане, прекратяване на бизнеса. При неблагоприятно развитие на дейността на компанията, мениджмънтът да реши да я прекрати, закрие и да я продаде по ликвидационна стойност, която може да се разгледа като цена на изпълнение на опциона пут. Казано по друг начин, когато ликвидационната стойност на бизнеса, изчислена към настоящия момент, е по-висока от настоящата стойност на паричния поток от бизнеса към същия момент, т.е. ликвидационната стойност на оценяваното предприятие би била по-висока, ако то продължи да осъществява дейността си.

Детерминантите, влияещи върху стойността на финансовите опции (Симеонов, 2002) са присъщи и за реалните, но с известни особености:

- *стойност на базовия актив* (в разглеждания пример това е конкретно предприятие). При положение че се повишава стойността на базовия актив, се повишава и стойността на опцията за купувача. За разлика от притежателя на финансови опции, който не може да влияе върху базовия актив, то при оперирането с реални опции притежателят им може да влияе върху стойността на базовия актив и оттам – върху стойността на реалната опция. Особеното тук е предположението (допускането), че базовият актив не се търгува за определен период от време;

- *цена на упражняване* - при *пут-опциите* (такъв е *настоящият пример*) съществува тенденцията опционната цена да се повишава при нарастване на цената на упражняване;

- *продължителност на времето до надежда* – известно е, че колкото е по-дълъг срокът, толкова по-висока е опционната цена и обратното;

- *променливост на базовия актив* – инвеститорите предпочитат опции върху актив с по-висока вариация, защото кумулативната вероятност за получаване на печалба от такъв вид актив е по-висока;

- *безрисков лихвен процент/безрискова норма на възвращаемост* – въздейства цената на опцията чрез промяна на настоящата стойност на цената на опцията. При повишаване на лихвения процент тя се понижава. Освен това, лихвеният процент въздейства и върху пазарната цена на актива и оттам отново върху опционната цена;

- *получавани доходи* – приходите, които може да осигури активът, при равни други условия, водят до увеличаване на стойността му.

На основата на опционната цена при модела Блек-Скоулс и теорията за паритет на опцион „кол“ и „пут“ се извежда и цената пут опция чрез следната формула:

$$LS_{(put)} = PV_A(N_{d1} - 1) + D * e^{-rT}(1 - N_{d2}), \text{ където:}$$

$LS_{(put)}$ е ликвидационната стойност на предприятието;

PV_A – справедливата пазарна стойност на активите или дисконтираният паричен поток;

$\sum_i D$ - стойността на дълга;

$e^{-2,71728}$, основата на натуралната логаритмична функция;

$N(d)$ – вероятността един случаен опит върху стандартното нормално разпределение да има стойност по-малка от d .

r – безрисковият лихвен процент, съответстващ на дюрацията;

T - периодът за ликвидация.

$$d_1 = [\ln(PVa/D) + (r + \sigma^2/2)T]/\sigma\sqrt{T}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Пример 2. Изходните данни за определяне на справедливата пазарна стойност на предприятие са представени в таблица 4. Използван е годишният финансов отчет на „Литон АИ-Билд” АД към 31.12.2021 г. Периодът за ликвидация е три месеца. През този срок предприятието е поело да завърши последна поръчка, от която очаква приходи в размер на 100 000 лв., за които са необходими осъществяването на 85 000 лв. разходи.

Таблица 4

Изходни данни за оценка на „Литон- АИ-Билд” АД

Показатели	стойност
1. Нетекущи материални активи	1 460 000
2. Нетекущи финансови активи	11 350 000
3. Текущи активи	570 000
4. Основен акпитал	6 000
5. Дългосрочни задължения	12 520 000
6. Текущи задължения	140 000

Моделиране на дълга: Задълженията на предприятието са в размер на 12 660 хил. лв., от които 5 515 хил. лв. са задължения по получен банков заем. Кредитът е отпуснат за 5-годишен период. Други дългосрочни задължения са в размер на 7 006 хил. лв. и период на погасяване 3 години. Текущите задължения са в размер на 140 хил. лв. и се погасяват през текущата година. Безрисковият лихвен процент приемаме за равен на доходността на държавните ценни книжа, който към 02.2022 г. е 0,97%¹² (<https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm>, н.д.). Стандартното отклонение характеризира риска за разглежданото предприятие. В настоящия момент, като отчитаме световната криза, приемаме то да е в размер на 25%. Замествайки по формулата на Блек и Скоулс получаваме $d_1=0,527$ и $d_2=0,403$, $N(1)=0,701$ и $N(2)=0,656$. Съответно стойността на опциона е 336 хил. лв., т.е. ликвидационната стойност на предприятието по опционния подход е 336 хил. лв.

Допускайки, че пазарната стойност на предприятието е 620 хил. лв. и ликвидационната стойност е 336 хил. лв., то отстъпката в този случай е 45,80%.

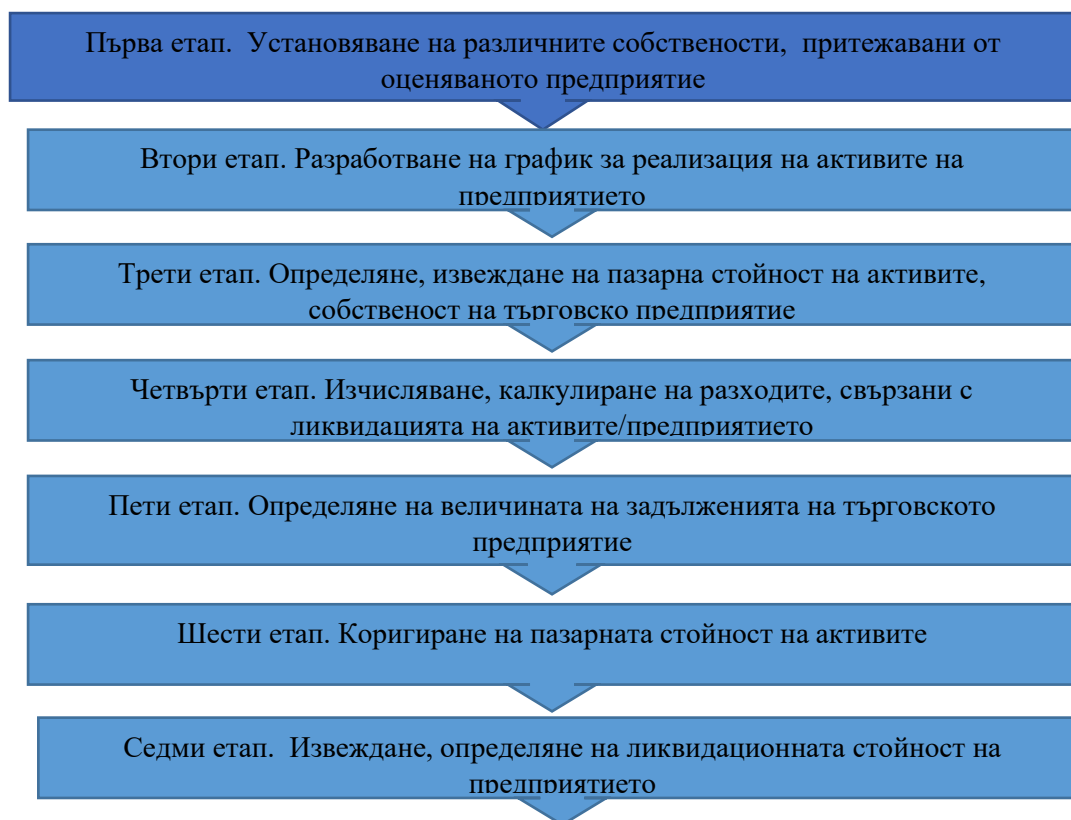
¹² Доходност на лихвоносни ДЦК, деноминирани в левове, постигната на вторичния пазар.

Подходът на опционното ценообразуване може да бъде използван за всеки актив, имащ опционни характеристики, с някои условности. Резултатът до голяма степен зависи от построения оценъчен модел и допусканията на оценителя. Като недостатъци на метода могат да се отбележат: сравнително по-сложните математически изчисления спрямо прилаганите традиционни подходи/методи за оценка на предприятия; входните параметри изискват допълнителни знания и усилия от оценителя; определянето на срока на опциона се базира изключително на професионалните качества и знания на оценителя.

Резултатите от прилагането на двата модела (изчисляване на диапазон на влияние на фактори и опционен модел за извеждане на ликвидационна стойност на предприятие) могат да послужат за получаване на ориентировъчна стойност или при една бърза „снимка“ на оценяваното предприятие, т.е. представените два метода могат да се прилагат, да допълват предлагания в следващия параграф алгоритъм за определяне на ликвидационна стойност на търговско предприятие.

3.3. Алгоритъм за определяне на ликвидационна стойност на търговско предприятие

За да изпълни професионално и качествено заданието си, оценителят би трябвало на практика да приложи следната технологична последователност от дейности по определяне на ликвидационната стойност (Косоркова, 2005, стр. 117), (Илиичовски & Перков, 2016, стр. 82-83) на търговско предприятие или следния алгоритъм (вж. фиг. 3):



Фиг. 3. Примерен алгоритъм за извеждане на ликвидационна стойност на търговско предприятие. Разработена от автора.

Базата за изчисляване е балансът на предприятието към датата, най-близка до датата на оценка. За целта оценителският екип следва да изисква последния финансов отчет.

При *първи етап* оценителският екип е необходимо да извърши инвентаризация на всички видове собственост на предприятието. Получената информация се сравнява с информацията от инвентаризационния опис за предходен период, с книгата за дълготрайните активи, с информацията от аналитичните сметки. Също така трябва да се провери юридическата чистота на обектите на собственост на дружеството.

При *втория етап* се разработва календарен график за ликвидация на активите, тъй като за продажбата на отделните видове активи на предприятието е необходимо различно време.

На *третия етап* оценителският екип, с помощта разбира се на конкретни и специфични за всеки един актив методи за оценка, определя текущата пазарна и стойност. Възможно е в оценителската практика да се използва следната формула:

$$LV = \frac{PV(i_{gs} + R_B)}{(1+y)^{\left(\frac{te-t}{T}\right)}} \quad (1)$$

Подобна е на предложената формула от Ондасынова А, Сауранбай С., като тук i и R са заместени с норма на доходност на ДЦК и странови риск за България. При положение, че се приложи тази формула и като се имат предвид данните от пример 2, то ликвидационната стойност на предприятието е 346 хил. лв. Възможността да използваме така предложената формула и още на този етап да приключи извеждането на ликвидационната стойност на оценяваното предприятие е от компетенциите на оценителя/оценителския екип.

В конкретния случай се продължава предложения алгоритъм.

На *следващия етап* трябва да се калкулират, изчислят разходите, свързани с ликвидацията. А именно да се вземат предвид т. нар. преки разходи – за оценъчни и юридически услуги, данъци и такси, които се плащат при продажба; разходи свързани със собствеността на активите до тяхната продажба, включително разходите по съхранение на запаси от готова продукция и незавършено производство, съхранение на машини и оборудване, недвижими обекти, а също и управленски разходи по поддържане на предприятието в дейност до края на ликвидацията.

При *петия етап* оценителският екип следва да установи размера на всички задължения (текущи, дългосрочни) на търговското предприятие.

На *шестия етап*, с отчитане на календарния график за ликвидация на активите пазарната стойност на оценявания актив е необходимо да се коригира, като очакваният поток следва да се дисконтира на датата на оценка, отчитайки свързания с тази продажба риск (при по-продължителна ликвидация).

Преди да се изведе ликвидационната стойност на търговското предприятие е необходимо да се прибави или извади оперативната печалба (загуба) през ликвидационния период (може да се превърне и в отделен етап).

На *последния етап* вече се определя ликвидационната стойност на предприятието. От коригираната стойност на активите се изважда величината на задълженията на предприятието, разходите свързани с ликвидацията и добави/извади печалба/загуба.

Формулата за определяне на ЛС може да се представи по следния начин¹³:

$$\text{Ликвидационна стойност на предприятието} = \text{коригирана стойност на Активи} - \text{стойност на Задължения} - \text{разходи по ликвидация} \pm \text{печалба/загуба} \quad (2)$$

Въз основа на данните от пример 2 можем да изведем ликвидационната стойност на „Литон- АИ-Билд” АД по така описания алгоритъм. За целта:

✓ първо, приемаме, че активите са по пазарна стойност- 13 380 000 лв.;

✓ на второ място, определяме разходите по ликвидация – в размер 2% от стойността на активите -267 200 лв.;

✓ задълженията се приемат за равни на стойността им по баланс- 12 660 000 лв.;

✓ Коригираме Пазарната стойност на активите с дисконтов фактор при годишна норма на възвръщаемост 0,97%, при период на ликвидация 3 месеца – 13 251 000 лв.;

✓ Печалбата на предприятието за тримесечния период, до завършване на последната поръчка е 15 000 лв.

Използвайки формула (1), Ликвидационна стойност на „Литон- АИ-Билд” АД към 31 март 2022 г. е 338 453 лв. (По опционния метод получихме около 336 000 лв.).

Като *обобщение* можем да отбележим, че определянето на ЛС на предприятието е многовариантен, многоаспектен процес, който зависи от срока на ликвидация, разработените планове за прекратяване на дейността, събираемостта на дебиторската задлъжнялост и погасяването на кредиторската задлъжнялост (Илиичовски & Перков, 2016, стр. 80).

При окончателното определяне на ликвидационната стойност на предприятието оценителят е необходимо да анализира и редица фактори, които влияят върху стойността на активите, на управлението на предприятието. Така например, когато предприятието е изпаднало в несъстоятелност, процедура по ликвидация поради „лош”, неефективен мениджмънт, тази ситуация не би трябвало да окаже негативно влияние върху ликвидационната стойност. В друг случай, когато предприятието преустановява дейността си поради недобра локализация или притежава морално и физически остарели активи, това би понижало ликвидационната стойност на предприятието. При определяне на стойността по този метод е необходимо още в самото начало оценителят да изясни причините за подобно финансово състояние и предприемането на процедура за ликвидацията му и след това да формулира и изведе окончателното мнение за ликвидационната стойност на предприятието.

Следва да отбележим, че извън обхвата на настоящата разработка остават въпроси, свързани с размера на транзакционните разходи (в това число и данъците при сделките с отделните активи), нормата на дисконтиране (не е желателно да бъде определяна с помощта на модела CAPM), продължителността на периода на ликвидация.

¹³ Подобна формула предлага Ганчев, А.: Бизнес оценяване, с.286.

Заклучение

При оценката на цели предприятия се използват значителен брой разнообразни подходи, методи, модели и техники. Първият традиционен подход за оценка е разходният подход. При него оценката се извежда въз основата на анализа на ресурсите, необходими за възпроизводство на активите на предприятието. Същността му се свежда до остойностяване на ползата от притежаване на предприятие чрез хипотетичната продажба на функциониращ пазар към определена дата. Разходният подход разглежда предприятието преди всичко като имуществен комплекс, използван за осъществяване на предприемаческа дейност, т.е. съгласно „идеологията” на този подход стойността на предприятието е стойността на активите му.

Подходът на база активи се представя с два основни метода – метод на чистата стойност на активите, метод на ликвидационната стойност. Методът на ликвидационната стойност дава представа за стойността на оценяваното предприятие, в случай че то фактически прекрати дейността си, активите му се продадат и с получените приходи се покрият задълженията и разходите по ликвидацията.

На определен етап от развитието си търговското предприятие може по различни причини да изпадне в незадоволително, лошо финансово състояние и да изпитва затруднения да осъществява оперативната си дейност. В такъв момент за мениджмънта е удачно, дори наложително, да вземе решение дали да продължи дейността си или да я прекрати. В този случай се налага и извеждането на ликвидационната стойност на предприятието.

Определянето ѝ е многовариантен и многоаспектен процес, който зависи от срока на ликвидация, разработените планове за прекратяване на дейността, събираемостта на дебиторската задлъжнялост, погасяването на кредиторската задлъжнялост и др.. Прилагането на моделите - изчисляване на диапазон на влияние на фактори и опционен модел за извеждане на ликвидационна стойност на предприятие - могат да послужат за получаване на ориентировъчна стойност или при една бърза „снимка“ на оценяваното предприятие. Но за да изпълни професионално и качествено заданието си, оценителят би трябвало на практика да приложи представената технологична последователност от дейности по определяне на ликвидационната стойност.

Използвани източници

- Артеменков, А. Ж. (2011). Ликвидационная стоимость в оценочной деятельности: концепции и модели. *Вопросы оценки*, 2, 2-15.
- Ахметов, О. М. (2002). Один из подходов к определению ликвидационной стоимости. *Вопросы оценки*, 54-63.
- Болотских, В. (2005). Практика расчета ликвидационной стоимости. *Имущественные отношения в РФ*, 93-96.
- Валдайцев, С. (2002). *Оценка бизнеса*. Москва: Юнити.
- Галасюк В, Г. В. (2000). Способ учета эластичности спроса по цене при определении ликвидационной стоимости объектов. *Вопросы оценки*, 44-48.
- Галасюк, В. (1999). Об определении понятия „ликвидационная стоимость”. *Финансовые услуги*, 58-60.
- Ганчев, А. К. (2018). *Бизнес оценяване*. Велико Търново: Абагар.

- Грегори, А. (2003). *Стратегическая оценка компаний*. Москва: Квинто-консалтинг.
- Григорьев, В. В. (1998). *Оценка предприятий имущественный подход*. . Москва: Дело.
- Григорьев, В. В. (1998). *Оценка предприятий имущественный подход*. Москва: Дело.
- Гуевски, И. (2001). *Програма и методика за оценка на цели предприятия*. София.
- Захарова, Н. (2015). Особенности определения ликвидационной стоимости бизнеса. *Экономический анализ: теория и практика*, 38-50.
- Илиичовски, С., & Перков, В. (2016). *Оценка на бизнеса*. Свищов: АИ Ценов.
- Козырь, В. (2000). Оценка ликвидационной стоимости. *Вопросы оценки*, 49-50.
- Косоркова, И. (2005). *Основы оценочной деятельности*. Москва: Московская финансово-промышленная академия.
- Костырко, Р. Т. (2008). *Комплексная оценка*. . Харьков: Фактор.
- Коупленд, Т. К. (2005). *Стоимость компании: оценка и управление*. . Москва: Олимп-бизнес.
- Лейфер, Л. (2006). Статистическая модель рынка и ее использование в методах оценки рыночной и ликвидационной стоимости. *ИМУЩЕСТВЕННЫЕ ОТНОШЕНИЯ В РФ*, 93-101.
- Мышанов А., П. И. (2003). Расчет ликвидационной стоимости объектов с неэластичным спросом. *Вопросы оценки*, 8-13.
- Ондасынова А, С. С. (2012). ДО ПИТАННЯ ПРО МЕТОДИКУ ОЦІНЮВАННЯ ЛІКВІДАЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ. *АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІКИ*, 462-467.
- Петрова, С. и. (2011). *Икономика на търговията*. Свищов: АИ Ценов.
- Пузыня, Н. и. (2019). *Оценка и оценочная деятельность: проблемы и перспективы*. С.Петербург: Санкт-Петербургского Государственного Экономического Университета,.
- Родин, А. (2003). Методика оценки ликвидационной стоимости имущества. *Вопросы оценки*, 30-33.
- Симеонов, С. (2002). *Опциите-контракти, пазари, оценяване, стратегии*. . В. Търново: Абагар.
- Уест, Т. Д. (2003). *Пособие по оценке бизнеса*. Москва: Квинто-Консалтинг.
- Фишмен, Д. Ш. (2000). *Руководство по оценке стоимости бизнеса: Пер. с англ. - М.: ЗАО. Москва: Квинто-Консалтинг*".
- Хитчнер, Д. (2008). *Премии и скидки при оценка стоимости бизнеса*. . Москва.
- Щербаков, В. А. (2006). *Оценка стоимости предприятия (бизнеса)*. Москва: ОМЕГА-Л.
- Copeland N., a. V. (23 march 2001 r.). *Real Options – A Practitioner’s Guide*. . Texere. Извлечено от <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.

- Lau K., K. Y. (Volume 2, Number 2, May 2006). OPTIMAL EXECUTION STRATEGY OF LIQUIDATION . *JOURNAL OF INDUSTRIAL AND MANAGEMENT OPTIMIZATION*, pp. 135-144.
- European Business Valuation Standards Board TEGOVA. (2020). *European Business Valuation Standards Board TEGOVA*. Извлечено от European Business Valuation Standards: <https://tegoval.org/european-business-valuation-standards-ebvs>
- www.wallstreetmojo.com/liquidation_value.
- (https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-personal-finance-valuation/liquidation-value)
- www.investopedia.com/term.
- <https://efinancemanagement.com>.
- <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm>.
- <https://www.businessvaluations.net/methods>. (2022).
- <https://www.ivsc.org/standards>
- <https://spmag.ru/articles/likvidacionnaya-stoimost-osnovnyh-sredstv>

