

## **АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА НА СЪВРЕМЕННИЯ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ**

**Гл. ас. д-р Красимир Кулчев**

**Резюме:** Еволюцията на финансовия анализ се характеризира с разширяващото се използване на показатели, за изчисляването на които е необходима информация както от финансовите отчети, така и от финансовите пазари. Съществува мнение, че при изследване на финансовото състояние на предприятията приоритетно значение има анализът на информацията и показателите, генерирани от капиталовия пазар. Това становището се подкрепя от значителен брой анализатори и въпреки че не се отнася до всички предприятия, поражда важни въпроси като: изместват ли новите аналитични показатели класическите показатели за анализ на финансовия отчет и запазва ли се ролята на финансовия отчет като основен информационен източник при изследване на финансовото състояние. Целта на разработката е да се даде отговор на поставените въпроси, като анализът на финансовия отчет се разглежда в контекста на някои нетрадиционни виждания за развитието на финансовия анализ.

**Ключови думи:** капиталов пазар, аналитични модели, икономическа добавена стойност, анализ на финансовия отчет.

**JEL:** M 41.

### **Въведение**

Финансовият анализ е важен инструмент, чрез който се характеризира финансовото състояние на предприятията. Резултатите от анализа служат най-вече за вземане на обосновани управленски, инвестиционни или други решения от вътрешни или външни (за

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

---

изследваните предприятия) икономически субекти. Основни обекти на финансовия анализ са: приходите; бизнес резултатите; имуществената и капиталовата структура; ликвидността; задлъжнялостта; обращаемостта; рентабилността; паричните потоци от оперативната, финансовата и инвестиционната дейност на предприятията.

За изследване на всяка от изброените по-горе насоки се използва информация от финансовите отчети на предприятията, която се подлага на сравнителен, структурен и факторен анализ<sup>1</sup>. По отношение на факторния анализ трябва да се има предвид, че информацията от финансовия отчет може да се окаже недостатъчна, когато се цели по-висока степен на детайлизация. Както отбелязва К. Уолш, отношението между печалбата преди лихви и данъци и приходите от продажби на продукцията не отчита факторните ефекти на важни променливи величини като продажните цени и продуктивния микс<sup>2</sup>. За изследването на тези величини е необходима допълнителна вътрешна информация и прилагането на разширени зависимости за детерминиран факторен анализ<sup>3</sup>.

Финансовият отчет е основен информационен източник за установяване на финансовото състояние на предприятията. Финансовият анализ включва освен анализ на финансовия отчет и задълбочен факторен анализ, за чието извършване е необходима по-широка информационна база. Пълните възможности на съвременния финансов анализ могат да бъдат разгърнати при наличието не само на необходимия вътрешен информационен ресурс, но и на външен такъв, включващ информация от финансовите отчети и от капиталовите пазари.

При проследяване еволюцията на финансовия анализ се открояват два модела за изследване на финансовото състояние на предприятията – счетоводен аналитичен модел и финансов аналити-

---

<sup>1</sup> Вж. **Михайлов**, М., Митов, К., Колева, Р. Анализ на индустриалния бизнес. В. Търново, Фабер, 2013, с. 180.

<sup>2</sup> Вж. **Уолш**. К. Ключовите коефициенти в мениджмънта. София, ИнфоДАР, 2008, с. 96.

<sup>3</sup> Вж. по-подробно **Михайлов**, М., Митов, К., Колева, Р. Цит. съч, с. 196-223.

чен модел<sup>4</sup>. Основните разлики между тях са по отношение на използваните показатели и на информационните източници на анализа. При счетоводния аналитичен модел се използват абсолютни и относителни показатели, изчислени на базата на информация от финансовия отчет, докато при финансовия аналитичен модел приложение намират показатели, за установяването на които е необходима и информация и от капиталовите пазари.

Така например при счетоводния аналитичен модел за изследване ефективността на бизнеса печалбата участва в множество показатели, докато при финансовия аналитичен модел по-често се използва икономическата добавена стойност (ИДС). Освен тази величина трябва да се установи среднопретеглената цена на капитала (СПЦК), която се изчислява от цената на собствения капитал, на дългосрочните и краткосрочните заеми.<sup>5</sup> Необходимо е да се подчертае, че ако определянето на цените на дългосрочните и краткосрочните заеми е сравнително лесно, то установяването на цената на собствения капитал представлява значително по-трудна задача. Причините за това затруднение могат да се обособят в две групи:

– недостатъчно развитие на капиталовите пазари – наличие на много предприятия от затворен тип, чиито акции не се търгуват, и на голям брой неакционерни предприятия;

– субективизъм при определяне на цената на собствения капитал – приложими са различни подходи, като използването на конкретен подход зависи от преценката на анализатора<sup>6</sup>.

Към посочените недостатъци би следвало да се добави и това, че информацията от капиталовите пазари в някои случаи отразява финансовото състояние на предприятията със закъснение. У. Бъфет изгражда своята инвестиционна стратегия, използвайки закъснението

---

<sup>4</sup> Вж. **Касърова**, В. Нов прочит на финансовия анализ от позициите на стойността (научен ръкопис депозиран в ЦНТБ № 169/2008). с. 17. Достъпен на: <[http://www.eprints.nbu.bg/513/1/ANALIZ\\_DVA\\_MODELA.pdf](http://www.eprints.nbu.bg/513/1/ANALIZ_DVA_MODELA.pdf)> [Посетен на 14 май 2016].

<sup>5</sup> Вж. **Касърова**, В. Новите метрики на корпоративния финансов успех. София, „Евдемоней Продъкшън“ ЕООД, 2013, с. 24-33.

<sup>6</sup> Вж. **Тодоров**, Л. Съвременни модели за оценка на бизнеса. София, Нова звезда, 2014, с. 84, 115 – 139.

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

---

на информацията от финансовите пазари като основно средство за многократно увеличаване на печалбите си. Инвестиционните решения на Бъфет се основават предимно на обстоен анализ на финансови отчети. При извършването му се търсят предприятия с трайно конкурентно предимство, изразено в тенденция на нарастваща печалба и последващо увеличаване стойността на бизнес фундамента. Фондовата борса може да се забави с признаването на този ръст, но когато това се случи, се постига и целта на инвестиционната стратегия<sup>7</sup>. Стратегията на Бъфет е успешна, като доказва, че чрез анализ на финансовия отчет е напълно възможно да се установи наличието на трайно конкурентно предимство.

Счетоводният аналитичен модел е насочен предимно към миналото, а финансовият аналитичен модел – към бъдещето, поради което те не би следвало да се противопоставят, а по-скоро да се разглеждат като взаимно допълващи се. Необходимо е да се подчертае, че прогнозирането на бъдещото развитие на конкретно предприятие чрез счетоводния аналитичен модел е изпълнима задача и Бъфет не е единственият инвеститор, който гради стратегията си на анализ на финансовите отчети. Привържениците на този аналитичен модел считат, че „фундаменталното счетоводно изследване е най-подходящият метод за анализ“<sup>8</sup> на финансовия отчет. Противоположно мнение поддържат анализатори, които изучават предимно движението на цените на обикновените акции, т.е. те вземат своите инвестиционни решения на базата на един показател – пазарна цена на една акция.

Независимо от възможността за вземане на обосновани решения на база анализ на финансовия отчет (включително изграждане на успешна инвестиционна стратегия), този информационен източник също има свои недостатъци. Добре известно е, че счетоводният баланс отразява моментното състояние на предприятието, както и това, че съществува възможност за манипулиране на информацията във финансовите отчети (в това число и печалбата). Познати са подходи

---

<sup>7</sup> Вж. **Бъфет**, М., Кларк, Д. Уорън Бъфет и анализа на финансови отчети. София, Изток – Запад, 2011, с. 173.

<sup>8</sup> Вж. **Трифонов**, Тр., Трифонова, В., Трифонова, С. Корпоративни финанси. София, Тракия – М, 1999, с. 265.

за отстраняване или намаляване въздействието на посочените недостатъци върху изводите и оценките, формирани при изследването на финансовия отчет. За придобиване на по-ясна представа за финансовото състояние на конкретно предприятие могат да бъдат използвани няколко последователни финансови отчета (в зависимост от целите на анализа). По този начин се преодолява проблемът с моментния характер на счетоводния баланс, а приложението на интегрални показатели намалява вероятността, резултатите от анализа да се повлияят от манипулиране на финансовите отчети.

Интегралните показатели представляват обобщен израз на няколко индивидуални финансови показателя. Чрез определен интегрален показател се формира комплексна оценка за финансовото състояние на предприятието, а същевременно всеки от индивидуалните показатели може да се разглежда и като самостоятелен индикатор. Един от най-известните интегрални показатели се изчислява посредством „Z модела“ на проф. Едуард Алтман, създаден през 1968 г. и актуализиран през 2004 г. от екипа на проф. Стивън Скиена. Моделът се използва за изследване на финансовото състояние на предприятията с цел предвиждане вероятността от фалит през следващия тригодишен период. Независимо че „Z моделът“ не е предвиден за българската практика, той дава надеждност на прогнозата за фалит до 80% и достатъчно добра представа за финансовото състояние на предприятията и за степента на поетия финансовия риск<sup>9</sup>.

„Z моделът“ за оценка на финансовия риск в публичните предприятия има следния вид:

$$Z = X_1 \times 1.2 + X_2 \times 1.4 + X_3 \times 3.33 + X_4 \times 0.6 + X_5 ,$$

където:

$X_1$  е отношение между чистия оборотен капитал<sup>10</sup> и общите активи (показател за ликвидност);

$X_2$  – отношение между неразпределената печалба и общите активи (показател за самофинансиране);

---

<sup>9</sup> Тодоров, Л. Цит. съч., с. 200 – 208.

<sup>10</sup> Чистият оборотен капитал е разлика между текущите активи и текущите задължения.

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

---

$X_3$  – отношение между печалбата преди лихви и данъци и общите активи (показател за рентабилност);

$X_4$  – отношение между пазарната стойност<sup>11</sup> и задълженията (показател за задлъжнялост);

$X_5$  – отношение между приходите от продажби и общите активи (показател за обръщаемост).

При стойност на интегралния показател  $Z < 0,91$  предприятието е застрашено от фалит в рамките на 2–3 години. Добро финансово здраве се наблюдава при  $Z > 2,07$ . По отношение на „Z модела“ могат да се открият няколко съществени момента:

- актуализирането на модела почти четиридесет години след неговото създаване е доказателство за приложимостта му в съвременния финансов анализ;

- чрез използването му може да се направи прогноза за финансовото състояние на конкретно предприятие;

- за изчисляването на стойността на интегралния показател  $Z$  е необходима информация предимно от финансовия отчет. Информация от финансовите пазари се използва единствено за пресмятането на отношение  $X_4$ , но то е с най-малка тежест.

Предвид факта, че всеки показател има предимства и недостатъци, считаме, че при изследване на финансовото състояние от външен за публичното предприятие анализатор следва да се прилага подход, при който се комбинират три групи показатели:

- базирани на информация от финансовите отчети – за ликвидност, самофинансиране, рентабилност, задлъжнялост и обръщаемост;

- ползвани директно от капиталовия пазар – пазарна капитализация, пазарна цена на една акция и др.;

- за чието изчисляване е необходима информация от финансовите отчети и от капиталовите пазари, в това число показате-

---

<sup>11</sup> Пазарната стойност (пазарната капитализация) на предприятието е произведение между броя на емитираните акции и пазарната цена на една акция.

лите икономическа добавена стойност, икономическа добавена норма на възвръщаемост на инвестирания капитал, Z показател, пазарна добавена стойност, стандартизирана пазарна добавена стойност и др.

Предимството на такъв комбиниран подход е възможността да се изследва финансовото състояние от различни гледни точки, като всеки показател допълва или потвърждава информацията от останалите показатели, с което допринася за придобиване на цялостна представа за дейността на предприятието през определен период, за неговите резултати и за пазарната му оценка.

Апробирането на комбинирания подход е представено с данни на „Монбат“ АД, като входящата информация<sup>12</sup> е представена в Таблица 1, а производната - в Таблица 2.

---

<sup>12</sup> За набирането на входящата информация са използвани следните източници :

– финансови отчети на „Монбат“ АД: [http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI\\_ID=70201&lang=bg&year=2012&period=Q5](http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI_ID=70201&lang=bg&year=2012&period=Q5); [http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI\\_ID=79672&lang=bg&year=2013&period=Q5](http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI_ID=79672&lang=bg&year=2013&period=Q5); [http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI\\_ID=97842&lang=bg&year=2015&period=Q5](http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI_ID=97842&lang=bg&year=2015&period=Q5);

– коефициент  $\beta$  без ливъридж за бранша на изследваното предприятие в САЩ (Electrical equipment) и пазарна рискова премия (включва премия за развит (американски) капиталов пазар и премия за странови риск за България): <http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>;

– безрискова норма на доходност (осреднена годишна стойност на 10 г. ДЦК):

[http://www.pls.bnb.bg/bnb/dd/Yield\\_on\\_GSecurities\\_NEW.nsf/fsWebIndexBG](http://www.pls.bnb.bg/bnb/dd/Yield_on_GSecurities_NEW.nsf/fsWebIndexBG);

– цена на дългосрочните заеми (осреднен лихвен процент на заемите от 1г. до 5 г. за сектор „Нефинансови предприятия“) и цена на краткосрочните заеми (осреднен лихвен процент на заемите до 1г. за сектор „Нефинансови предприятия“):

[http://pls.bnb.bg/bnb/dd/IR\\_NBO\\_LOAN\\_NEW.nsf/fsWebIndexBG](http://pls.bnb.bg/bnb/dd/IR_NBO_LOAN_NEW.nsf/fsWebIndexBG);

– пазарна капитализация и пазарна цена на една акция –

[http://www.bse-](http://www.bse-sofia.bg/?page=QuotesInfo&target=MarketInformation&code=5MB&compnum=116)

[sofia.bg/?page=QuotesInfo&target=MarketInformation&code=5MB&compnum=116;](http://www.investor.bg/views/company/1212/2016-06-24/3/3/)

[http://www.investor.bg/views/company/1212/2016-06-24/3/3/.](http://www.investor.bg/views/company/1212/2016-06-24/3/3/)

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

---

Таблица 1  
Входяща информация за установяване финансовото състояние на  
„Монбат“ АД

№	Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
1.	Собствен капитал (хил. лв.)	120086	120321	141184	145994	158598
2.	Дългосрочни заеми (хил. лв.)	12 677	9663	6649	33819	9198
3.	Краткосрочни заеми (хил. лв.)	28 207	26652	20138	8680	25214
4.	Текущи активи (хил. лв.)	57224	60656	80493	93153	100767
5.	Задължения до 1 год. (хил. лв.)	44811	49185	37221	20493	46599
6.	Общо активи (хил. лв.)	180392	184462	189451	203559	218927
7.	Задължения (хил. лв.)	60306	64141	48267	57565	60329
8.	Приходи от продажби (хил. лв.)	194931	183299	245363	247091	293552
9.	Неразпределена печалба (хил. лв.)	120286	120321	21754	13780	26384
10.	Печалба преди лихви и данъци (хил. лв.)	7227	7463	23609	14171	19870
11.	Нетна печалба (хил. лв.)	6250	9051	21754	13780	18454
12.	Коефициент $\beta$ без ливъридж	1,2	1,29	1,01	1,07	0,95
13.	Пазарна рискова премия (%)	8,63	8,43	7,85	8,6	8,84
14.	Безрискова норма на доходност (%)	5,19	3,85	3,52	3,37	2,5
15.	Цена на дългосрочните заеми (%)	9,7	8,82	7,57	6,52	6,52
16.	Цена на краткосрочните заеми (%)	7,2	6,84	7,03	5,96	5,35
17.	Ставка на корпоративния данък (%)	10	10	10	10	10
18.	Пазарна капитализация (хил. лв.)	<b>210951</b>	<b>182793</b>	<b>263055</b>	<b>333450</b>	<b>311922</b>
19.	Пазарна цена на една акция (лв.)	<b>5,409</b>	<b>4,687</b>	<b>6,745</b>	<b>8,55</b>	<b>7,998</b>



Таблица 2  
Производна информация за установяване финансовото състояние на „Монбат“ АД

№	Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
20.	Инвестиран капитал (хил. лв.) <b>p.1+p.2+p.3</b>	160 970	156 636	167 971	188 493	193 010
21.	Дял на собствения капитал в инвестирания (%) <b>p.1 / p.20 x 100</b>	74,60	76,81	84,05	77,46	82,17
22.	Дял на дългосрочните заеми в инвестирания капитал (%) <b>p.2 / p.20 x 100</b>	7,88	6,17	3,96	17,94	4,77
23.	Дял на краткосрочните заеми в инвестирания капитал (%) <b>p.3 / p.20 x 100</b>	17,52	17,02	11,99	4,60	13,06
24.	Дял на заемите в собствения капитал <b>(p.2+p.3) / p.1</b>	0,34	0,30	0,19	0,29	0,22
25.	Коефициент $\beta$ с ливъридж <b>p.12 x (1+(1 - p.17 / 100) x p.24)</b>	1,57	1,64	1,18	1,35	1,14
26.	Цена на собствения капитал (%) <b>p.14 + p.25 x p.1</b>	18,72	17,68	12,80	14,98	12,54
27.	Среднопретеглена цена на капитала (%) <b>p.21 x p.26 + p.22 x p.15 x (1 - p.17 / 100) + p.23 x p.16 x (1 - p.17 / 100)</b>	15,79	15,12	11,79	12,90	11,21
28.	Нетна оперативна печалба след данъци (хил. лв.) <b>p.10 x (1 - p.17 / 100)</b>	6504,3	6716,7	21248,1	12753,9	17883
29.	Рентабилност на инвестирания капитал (%) <b>p.28 / p.20 x 100</b>	4,04	4,29	12,65	6,77	9,27
30.	Икономическа добавена стойност (хил. лв.) <b>(p.29 - p.27) x p.20</b>	18909,3	16962,2	1446,096	11570,2	3755,73
31.	Икономическа добавена норма на възвръщаемост на инвестирания капитал (%) <b>p.30 / p.20 x 100</b>	-11,75	-10,83	0,86	-6,14	-1,95
32.	$X_1$ чист оборотен капитал/общо активи <b>(p.4 - p.5) / p.6</b>	0,07	0,06	0,23	0,36	0,25

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

33.	$X_2$ неразпределена печалба/общо активи <b>p.9 / p.6</b>	0,67	0,65	0,11	0,07	0,12
34.	$X_3$ печалба преди лихви и данъци/общо активи <b>p.10 / p.6</b>	0,04	0,04	0,12	0,07	0,09
35.	$X_4$ пазарна капитализация/общо пасиви <b>p.18 / p.7</b>	3,50	2,85	5,45	5,79	5,17
36.	$X_5$ приходи от продажби/общо активи <b>p.8 / p.6</b>	1,08	0,99	1,30	1,21	1,34
37.	Показател <b>Z</b> $p.32 \times 1,2 + p.33 \times 1,4 + p.34 \times 3,33 + p.35 \times 0,6 + p.36$	<b>4,33</b>	<b>3,83</b>	<b>5,41</b>	<b>5,44</b>	<b>5,21</b>
38.	Пазарна добавена стойност <b>p.18. – p.1</b>	90 865	62 472	121 871	187 456	153 324
39.	Стандартизирана пазарна добавена стойност <b>(p.38 t – p.38 t-1) / p.1 t-1 x 100</b>	-	<b>-23,64</b>	<b>49,37</b>	<b>46,45</b>	<b>-23,38</b>

След изчисляване на аналитичните показатели се открояват следните по-важни аспекти на финансовото състояние на „Монбат“ АД:

- през анализирания период финансовото състояние на предприятието може да се определи като добро ( $Z > 2,07$ ). Разликата между стойностите на показателя  $Z$  през 2013 г. и 2014 г. е минимална (0,03 пункта). Финансовият риск е най-нисък през 2014 г., когато се отчита най-висока стойност на интегралния показател  $Z$ ;

- най-висока пазарна оценка „Монбат“ АД получава през 2014 г. (пазарната капитализация на предприятието достига 333 450 хил. лв.), а пазарната цена на една акция в края на годината е 8,55 лв. Ако при анализа се използва единствено показателят пазарна цена на една акция (каквато е практиката на привържениците на финансовия аналитичен модел), то 2014 г. може да се определи като най-успешната през анализирания период, което не би било правилно;

- „Монбат“ АД реализира отрицателна икономическа добавена стойност през анализирания период с изключение на 2013 г. (1446,096 хил. лв.). Отрицателната добавена стойност през четири от изследваните години показва, че през този период предприятието не може да

осигури очакваната от акционерите норма на възвръщаемост на капитала (среднопретеглена цена на капитала). Единствено през 2013 г. икономическата добавена норма на възвръщаемост на инвестирания капитал е положителна величина. През тази година рентабилността на инвестирания капитал превишава среднопретеглената цена на капитала ( $12.65\% > 11.79\%$ ) с  $0,86\%$ . Следователно най-успешната през анализирания период е 2013 г., а най-високата цена на една акция през 2014 г. представлява закъсняла положителна оценка за изминал отчетен период;

– предходният извод не се основава само на показателите икономическа добавена стойност и икономическа добавена норма на възвръщаемост на инвестирания капитал. През 2013 г. стойностите на редица абсолютни и относителни показатели превъзхождат тези през 2014 г., вкл. нетната печалба, отношението  $X_3$  и стандартизираната пазарна добавена стойност, като за изчисляването на всеки от тях е необходима информация от финансовия отчет.

### **Заклучение**

Въз основа на анализа на получените резултати от прилагане на комбинирания подход могат да се направят следните изводи:

Първо, анализът на финансовия отчет е важен компонент на системата на съвременния финансов анализ. Този компонент може да се разглежда като относително самостоятелен, защото чрез анализ на финансовия отчет е възможно да се извлече информация, необходима за вземането на обосновано решение.

Второ, за крайния резултат от анализа от съществено значение е изборът на подходящ методически апарат (система от аналитични показатели, факторни системи и технологични модели).

Трето, еволюцията на финансовия анализ и популяризирането на нови аналитични показатели не би следвало да имат водещо значение, тъй като тези показатели не са лишени от недостатъци, вкл. субективизъм при тяхното изчисляване.

## АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА ...

---

Четвърто, информацията от капиталовия пазар може да се окаже закъсняло следствие от по-рано проявен силен икономически фундамент и всъщност най-подходящият момент за вземане на решение да е останал в миналото (обратната ситуация също е възможна).

Обобщавайки извършеното изследване, може да се твърди, че развитието на финансовия анализ не е довело до създаването на универсален индивидуален или интегрален показател, чрез който да се характеризира напълно финансовото състояние на конкретно предприятие. Това предполага подход на балансирано съчетаване на класическите показатели за анализ на финансовия отчет с показателите, за изчисляването на които е необходима информация и от капиталовите пазари. При използването на такъв аналитичен подход не би следвало, значението на финансовия отчет да намалява за сметка на другите източници на информация. Придържайки се към подобна логика, следва да се търси отговор на въпроса, коя е *оптималната комбинация от показатели*, характеризираща финансовото състояние на предприятието от двете гледни точки: икономически фундамент и пазарна оценка.

### Цитирана и използвана литература

1. Бъфет, М., Кларк, Д. Уорън Бъфет и анализа на финансови отчети. София, Изток – Запад, 2011.
2. Касърова, В. Новите метрики на корпоративния финансов успех. София, „Евдемоней Продъкшън“ ЕООД, 2013.
3. Касърова, В. Нов прочит на финансовия анализ от позициите на стойността (научен ръкопис депозиран в ЦНТБ № 169/2008). Достъпен на: [http://www.eprints.nbu.bg/513/1/ANALIZ\\_DVA\\_MODELA.pdf](http://www.eprints.nbu.bg/513/1/ANALIZ_DVA_MODELA.pdf)
4. Михайлов, М., Митов, К., Колева, Р. Анализ на индустриалния бизнес. В. Търново, Фабер, 2013.

5. Тодоров, Л. Съвременни модели за оценка на бизнеса. София, Нова звезда, 2014.
6. Трифонов, Тр., Трифонова, В., Трифонова, С. Корпоративни финанси. София, Тракия – М, 1999.
7. Уолш. К. Ключовите коефициенти в мениджмънта. София, ИнфоДАР, 2008.
8. <http://www.pls.bnb.bg/>
9. <http://www.bse-sofia.bg/>
10. [http:// www.forbes.com/billionaires/](http://www.forbes.com/billionaires/)
11. <http://www.investor.bg/>
12. <http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

# БИЗНЕС управление

Стопанска академия  
„Д. А. Ценов“ – Свищов

Година XXVII, кн. 1, 2017

## СЪДЪРЖАНИЕ

### МАРКЕТИНГ

#### **ВЛИЯЕ ЛИ КУЛТУРАТА НА СТРАНАТА ПРИЕМНИК ВЪРХУ УСПЕХА НА ЧУЖДЕСТРАННИТЕ ТЪРГОВЦИ НА ДРЕБНО?**

Доц. д-р Брент Смит,  
ас. д-р Боряна В. Димитрова, ас. д-р Сейджун Ким ..... 5

### МЕНИДЖМЪНТ практика

#### **АНАЛИЗ НА ВЛИЯНИЕТО НА ИНФЛАЦИЯТА ВЪРХУ РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ ФИНАНСОВО-СТОПАНСКАТА ДЕЙНОСТ НА ТЪРГОВСКАТА ОРГАНИЗАЦИЯ**

Доц. к.т.н. Алла И. Алексеева ..... 25

### ИНФОРМАЦИОННИ И КОМУНИКАЦИОННИ технологии

#### **СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ НА МОБИЛНИТЕ И ЕЛЕКТРОННИТЕ РАЗПЛАЩАНИЯ В БЪЛГАРИЯ**

Ас. д-р Кремена Маринова ..... 42

#### **ОЦЕНКА НА ИНФОРМАЦИОННИ СИСТЕМИ ЗА ИНДЕКСИРАНЕ И АНАЛИЗ НА ОНЛАЙН ПУБЛИКАЦИИ**

Гл. ас. д-р Пламен Христов Милев ..... 60

### СЧЕТОВОДСТВО и опит

#### **АНАЛИЗЪТ НА ФИНАНСОВИЯ ОТЧЕТ В СИСТЕМАТА НА СЪВРЕМЕННИЯ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ**

Гл. ас. д-р Красимир Кулчев ..... 80

## **Редколегия на сп. „Бизнес управление“**

**Красимир Шишманов** – главен редактор, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Никола Янков** – зам. главен редактор, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Иван Марчевски**, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Ирена Емилова**, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Любчо Варамезов**, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Румен Ерусалимов**, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

**Силвия Костова**, Стопанска академия „Д. А. Ценов“ - Свищов

## **Международна редколегия на сп. „Бизнес управление“**

**Александру Неделеа** – Университет „Стефан Велики“, Сучава, Румъния

**Дмитрий Владимирович Чистов**, – ФГОБУ ВПО Финансов университет при правителството на руската федерация, Москва, Русия

**Йоана Панагорец** – Университет Валахия, Търговище, Румъния

**Йото Йотов** – Драксел университет, Филадельфия, САЩ

**Махмуд Ел Батран** – Университет Кайро, Кайро, Египет

**Наталья Борисовна Голованова** – Московски технологически университет, Москва, Русия

**Татяна Викторовна Орехова** – Донецки национален университет, Виница, Украйна

**Тадиа Джукич** — Университет в Ниш, Ниш, Сърбия

**Ян Тадеуш Дуда** – AGH Университет за наука и технологии, Краков, Полша

**Виктор Чужиков** – Киевски национален икономически университет "Вадим Гетман", Киев, Украйна

Дадено за печат на 23.02.2017 г., излязло от печат на 02.03.2017 г.,  
формат 70x100/16, тираж 50

© Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов,  
ул. „Ем. Чакъров“ 2, тел.: +359 631 66298

© Академично издателство „Ценов“, Свищов, ул. „Градево“ 24

ISSN 0861 - 6604

# БИЗНЕС управление

БИЗНЕС управление 1/2017



ИЗДАНИЕ НА  
СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ  
„Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЩОВ

1/2017



## КЪМ ЧИТАТЕЛИТЕ И АВТОРИТЕ НА СПИСАНИЕ „БИЗНЕС УПРАВЛЕНИЕ“

Списание „БИЗНЕС управление“ публикува изследователски статии, методологически и методически разработки и прегледи, рецензии, опит.

### 1. Обем:

Статии: минимум - 12 страници; максимум – 20 страници;  
Прегледи, рецензии, опит: минимум – 5 страници; максимум -10 страници.

### 2. Депозиране на материалите:

- на хартиен носител и в електронен вид (по E-mail и/или на CD);

### 3. Технически характеристики:

- изпълнение Word 2003 (минимум);
- размер на страницата - A4, 29-31 реда и 60-65 знака на ред;
- разстояние между редовете 1,5 lines (At least 22 pt);
- шрифт - Times New Roman 14 pt;
- полета - Top - 2.54 см.; Bottom - 2.54 см; Left - 3.17 см; Right - 3.17 см;
- номерация на страницата - долу вдясно;
- текст под линия - размер 10 pt;
- графики и фигури - Word 2003 или Power Point.

### 4. Оформление:

- наименование на статията, име на автора, научна степен, научно звание - шрифт Times New Roman, 14 pt, с големи букви Bold - центрирано;
- наименование и адрес на местоработата; телефони за контакти и E-mail;
- резюме на български език в обем до 30 реда; ключови думи - от 3 до 5;
- JEL класификация на публикациите с икономически характер (<http://ideas.repec.org/j/index.html>);
- основен текст (изложение);
- таблиците, графиките и фигурите се вграждат софтуерно в текста (да позволяват езикова корекция и превод на английски). Цифрите и текстът вътре в тях се изписват с шрифт Times New Roman 12 pt;
- формулите се създават с Equation Editor;

### 5. Правила за цитиране под линия:

При цитиране да се спазват изискванията на **APA Style (American Psychological Association)**, поместени тук: <https://www.uni-svishtov.bg/?page=page&id=71>

Всеки автор носи отговорност за отстояваните идеи, съдържанието и техническото оформление на своя текст.

### 6. Контакти:

Главен редактор: тел.: (+359) 631-66-397  
Зам.-главен редактор: тел.: (+359) 631-66-299  
Стилов редактор: тел.: (+359) 631-66-335  
E-mail: zh.tananeeva@uni-svishtov.bg ; bm@uni-svishtov.bg  
Адрес: Стопанска академия „Д. А. Ценов“, ул. „Ем. Чакъров“ №2, Свищов, България