



Списание за наука

„Ново знание“

ISSN 2367-4598 (Online)

ISSN 1314-5703 (Print)

Академично издателство „Талант“

*Висше училище по агробизнес и развитие на
регионите - Пловдив*

New Knowledge

Journal of Science

ISSN 2367-4598 (Online)

ISSN 1314-5703 (Print)

Academic Publishing House „Talent“

*University of Agribusiness and Rural Development
Bulgaria*

<http://science.uard.bg>

CONTEMPORARY CHALLENGES TO BUSINESS EVALUATION

Orlin Popov

University of agribusiness and rural development – Plovdiv, Bulgaria

Abstract: The presented publication focuses on various current aspects of modern business evaluation. The views of leading international and national experts in the field of business evaluation on current challenges and common problems are discussed. The leading considerations in the developed economic countries and in Bulgaria are illustrated.

Keywords: business evaluation, fair value, market value, liquidation value.

СЪВРЕМЕННИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД БИЗНЕС ОЦЕНЯВАНЕТО

Орлин Попов

Висше училище по агробизнес и развитие на регионите - Пловдив

Резюме: Настоящата публикация акцентира върху различни актуални аспекти на съвременното бизнес оценяване. Дискутирани са вижданията на водещи международни и национални експерти в областта на бизнес оценяването относно съвременните предизвикателства и често срещани проблеми. Илюстрирани са водещите съображения в развитите икономически държави и у нас.

Ключови думи: бизнес оценяване, справедлива стойност, пазарна стойност, ликвидационна стойност.

*“Price is what you pay. Value is what you get”
Warren Buffett*

Стойността е основополагащо понятие при измерването в пазарната икономика. Хората инвестират в очакването, че когато продават, стойността на всяка инвестиция ще е нараснала с достатъчна сума над себестойността, за да им компенсират риска, който са поели. Това важи за всички видове инвестиции, независимо дали са в реални, финансови или ликвидни активи. В действителност, в условията на пазарна икономика способността на компанията да създава стойност за своите собственици и размерът на стойността, която тя създава, са основните компоненти на бизнес оценяването.

Бизнес стойността е особено полезна мярка за ефективност, тъй като отчита дългосрочните интереси на всички заинтересовани страни в дадена компания, а не само на собствениците. Алтернативните измерители не са нито толкова дългосрочни, нито толкова широки. Например счетоводната печалба оценява само краткосрочните резултати от гледна точка на акционерите; мерките за удовлетвореност на служителите измерват точно това. Стойността, за разлика от това, е от значение за всички заинтересовани страни, тъй като според все по-голям брой изследвания, компаниите, които максимизират стойността за своите собственици в дългосрочен план създават повече работни места, третира по-добре своите настоящи и бивши служители, дават на своите клиенти по-голямо удовлетворение, и поема по-голяма тежест на корпоративната отговорност, отколкото по-късогледите съперници.

Конкуренцията между фокусирани върху максимизиране на фирмената стойност компании също осигурява гаранции, че човешкият капитал и природните ресурси се използват ефективно в икономиката, което води до по-висок жизнен стандарт за всички.

В света на пазарната икономика всичко има стойност. Поставянето на стойност в парично изражение е крайъгълния камък не само за управление на бизнес, но и за инвестиране под почти всякаква форма. Знанието как да се постигне стойност за физическите и присъщи характеристики на бизнеса е от съществено значение за изграждането на богатство от всякакъв вид.

Създаването на стойност е трансформираща тема в бизнес планирането и изпълнението. Ако създавате продукт, получил разрешение, този продукт е във фокуса на бизнеса за клиентите и вашите служители. Създаването на стойност - дългосрочен ръст в стойността на активите в компания, която сте изградили - е нещо, върху което трябва да се съсредоточите, защото компанията е сбор от реални и материални активи, инвестиции, идеи и управленски таланти.

Ако се разгледат в детайли отделните елементи на дадена бизнес структура през призмата на стойността, желанието за определяне и създаване на стойност в една компания може да се превърне в много по-важна движеща сила за нейния растеж от обикновените печалби и загуби. За тази цел хората, които инвестират в компании, трябва да гледат отвъд настоящото състояние на бизнеса, който притежават (или искат да притежават) и да обмислят какви решения трябва да вземат, за да повишат бизнес стойността. Хората, които имат опит в тези индустрии, често са най-добре подготвени да вземат тези решения, но често помага да се привлече експерт по бизнес оценка за ориентиране.

Бизнес оценката е упражнение, което ако се приложи правилно, ще осигури обективна и достоверна оценка на стойността на бизнеса. Безспорният авторитет в сферата на инвестиционните оценки професор А. Damodaran синтезира мотивите за бизнес оценяване в „Знанието каква е стойността на даден актив (или бизнес) и какво определя тази стойност е необходима предпоставка за интелигентно обосновани решения - при избора на инвестиции за портфейл, при вземане на решение за подходящата цена за плащане или

получаване при поглъщане и при вземане на решения за инвестиции, финансиране и дивиденди при управление на бизнес¹.

Целта на споразумението за бизнес оценка е да се постигне разумно и приемливо мнение за стойност². М. Gomes твърди, че познаването на стойността на стопанските субекти е толкова важен въпрос за собствениците на малки или тясно държани стопански субекти, колкото и за акционерите и управлението на най-големите корпорации³. Собственикът на бизнес субект рядко изпитва необходимост от официална оценка, докато тя не се изисква, както в случая на смърт на собственика. Според G. Fodor и E. Mazza любопитството рядко мотивира собственика да наеме някой, който да оцени бизнес обекта⁴. В някои случаи собствениците на стопански субекти искат счетоводителите да им кажат какво струва техният бизнес субект или поне да предложат мнение относно редица ценности⁵. Оценяването на бизнес субект е станало по-малко игра за отгатване, отколкото преди. Според J. Burton "Всеки бизнес субект е различен, дори когато те са в една и съща индустрия"⁶. Според M. Modica "бизнес оценките са две трети наука и една трета изкуство". А според N. French "Резултатът от оценката е сигурен само ако може да предскаже точно бъдещето"⁷. Като се има предвид, че не е възможно, винаги ще има елемент на риск действителната стойност да се отклонява от прогнозната оценка.

Според значителна част от авторитетите при бизнес оценяването като (Reilly & Schweih, 2004; Gabehart & Brinkley, 2002; Lannom, 1999; Fodor & Mazza, 1992) съществуват различни основания, поради които се извършват бизнес оценки, които могат да бъдат категоризирани в три групи, а именно базирани на транзакции, данъчни и съдебни спорове⁸. Повечето стопански субекти ще трябва да направят оценка на някакъв етап⁹. Примерите за базирани на транзакции оценки включват сливания и придобивания, ликвидации, споразумения за покупко-продажба и обменни коефициенти. Най-често срещаната категория е оценката, базирана на съдебни спорове, която се използва за развод, осъждане, фалит, действия на акционери и нарушаване на договора¹⁰.

Важно е да се разбере, че съществуват многобройни митове за оценка, включително за това, че оценките са количествени, коректни, обективни, точни и важат за продължителен период от време. Трябва да се има предвид, че бизнес оценките са функция на очакваните бъдещи парични потоци, прогнозна печалба, оценки на цената на капитала др. Следователно, дори при най-съвършените обстоятелства те са приблизителни¹¹.

Според R. L. Lannom професионалната оценка обикновено е най-формалният тип ценностно мнение, тъй като изисква познаването на процеса на оценяване, което включва разбиране на теорията на стойността и правилното прилагане на приетите подходи, методи

¹ Damodaran A. Investment valuation, John Wiley & Sons Inc, 3-th Edition 2012

² Modica, J. M. Business valuation: The fundamentals of business valuation in marital dissolution matters. American journal of family law, 2010 p. 191

³ Gomes, G. M. Excess earnings, competitive advantage and goodwill value. Journal of Small Business Management 1988. p.23

⁴ Fodor, G. & Mazza, E.. Business valuation fundamentals for planners. Journal of Financial Planning, 1992 p.171

⁵ Sliwoski, L.I. Alternatives to business valuation rules of thumb for small businesses. National Public Accountant, 999 p. 8

⁶ Burton, J. 1999. Making sure the price is right: If you value your business, value your business. Business Week's Enterprise

⁷ French, N. The uncertainty of valuation. Journal of Property Investment & Finance 2004 p. 485

⁸ Reilly, R. F. & Schweih, R. P. The handbook of business valuation and intellectual property analysis. New York: McGraw-Hill. 2004 p. 662; Gabehart, S. & Brinkley, R. J.. The business valuation book. New York: AMACON. 2002 p. 309

⁹ Gabehart, S. & Brinkley, R. J.. The business valuation book. New York: AMACON. 2002 p. 16

¹⁰ Lannom, A. L. R. Reasons to value a business and who should do it. (In Thomas & West. Handbook of business valuation. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1999. p. 5

¹¹ Correia, C., Flynn, D., Uliana, E. & Wormald, M. Financial management. Cape Town, 2010 p. 294

и процедури¹². Придобиването на квалификация „бизнес оценител“ означава преминаване през относително ясен лицензионен процес в някои страни (напр. САЩ), където лицензирането се контролира на държавна основа и признаването на лицензи между щатите е много ограничено, а изискванията за влизане са ниски¹³. В други страни (напр. Канада) се прилага по-взискателен подход, включващ минимум университетска степен и период на контролиран опит, допълнителни професионални изпити и партньорска оценка¹⁴. Липсата на професионално подготвени и специализирани оценители може да бъде голям проблем в някои страни с високи нива на корупция като България, тъй като подобни професии са от обществен интерес и всяка уважаваща себе си държава трябва да притежава институции и механизми за контрол. Изключително важно е бизнес оценителите да разполагат с качествени, актуални данни, тъй като точните и надеждни оценки зависят от тях. Rowley, Fisher & Holmes твърдят, че когато намирането на обективни сравними данни е затруднено или непълно, бизнес оценителите са принудени да прилагат и разчитат не на количествени данни, а на експертни оценки, които често са субективни и увеличават възможността за грешки¹⁵. Според Pratt, Reilly & Schwiehs оценителят ще бъде независим и ще предостави най-добрата оценка на стойността според приложимия стандарт без пристрастия¹⁶.

Поради причината, че има повече от един подход и значително разнообразие от методи за бизнес оценяване и комбинации между тях и всеки оценител може да използва при дадена аналогична ситуация различни подходи често се наблюдава значително разсейване в крайните стойности. Според R. F. Scarlata, оценяването на стопанските субекти е частично изкуство, частично наука, където логиката трябва да надделее¹⁷. Избягването на подценени/надценени и неустойчиви оценки на бизнес структури изисква значителен опит заедно с научна основа за прилагане на методите за оценка. Според H. J. Smith, и T. F. Smith прекалената зависимост от научния подход може да бъде измамна, когато не се отделя достатъчно внимание за качеството на финансовата информация¹⁸.

A. B. Ellenstuck смята, че поради присъствието на човешкия фактор и значимото влияние на корпоративния мениджмънт често оценителските практики са компрометирани. Добрият доклад за оценка трябва да бъде задълбочен, балансиран, последователен и добре подкрепен с доказателствен материал¹⁹.

G. L. Allen счита, че бизнес оценките трябва да се разглеждат от две гледни точки - от гледна точка на продавача и от гледна точка на купувача. Продавачите често са прекалено оптимистични настроени по отношение на цената, която искат за своя бизнес субект, независимо от ценовия диапазон, който бизнес оценителите им показват, докато купувачите често смятат, че бизнесът е надценен²⁰.

L. Booth е на мнение, че въпреки разнообразието от подходи и методи за бизнес оценяване теоретично има само една коректна стойност за всеки бизнес обект, но на практика има множество начини за изчисляването нейното изчисляване²¹.

¹² Lannom, A. L. R. Reasons to value a business and who should do it. (In Thomas & West. Handbook of business valuation. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1999. p. 5

¹³ Gilbertson, B. & Preston, D. A vision for valuation. Journal of Property and Investment Finance. 23(2): 2005 p. 139

¹⁴ пак там p. 140

¹⁵ Rowley, S., Fisher, P., & Holmes, A. A national valuation evidence database: the future of valuation data provision. Journal of property valuation & investment, 16(1), 1998 p. 99

¹⁶ Pratt, S. P., Reilly, R. F. & Schwiehs, R. P.. Valuing small businesses & professional practices. New York: McGraw-Hill. 1998 p. 791

¹⁷ Scarlata, R. F. The purpose, market, and resource for valuing. (In Thomas & West. Handbook of business valuation. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1999 p. 80

¹⁸ Smith, H.J., Smith, T. F. Family-owned business valuation is more art than science. Financial executive, 2005 p. 18

¹⁹ Ellenstuck, A. B. Evaluating an appraiser's report. The Tax Advisor, 2006

²⁰ Allen. G. L. Valuation issues from a seller's perspective. (In Thomas & West. Handbook of business valuation. New-York: John Wiley & Sons, Inc. 1999. p. 9

²¹ Booth, L. Capital cash flows, APV and valuation. European financial management, 13, 2007 p. 29

При бизнес сделките повечето купувачи и продавачи се фокусират особено върху цената. Преговорите в идеалния случай водят до числа, от които и двете страни могат да бъдат доволни. Но достигането до правилната цена във всяка сделка включва разбиране на това какво наистина струват бизнес активите и след това структуриране на сделка около реалността на финансирането и данъчното облагане, което може да бъде доста изненадващо за тези, които не успяват да планират.

Сделките за сливания и придобивания включват две страни - продаващата и купувачата компания. Логично и двете страни имат различни идеи и предположения относно стойността на целевата компания. При което фирмата продавач се опитва да постигне максимална цена, а компанията купувач иска да плати възможно най-малко. Независимо от евентуално придобиване, някои предприемачи биха могли да се интересуват от тяхната бизнес стойност. Оценката на бизнеса дава на всички заинтересовани страни (собственици, потенциални купувачи и т.н.) преглед на това какво струва една компания.

Оценката на бизнеса е сложен финансов аналитичен процес, който трябва да се извърши от квалифициран специалист по оценяване със съответните пълномощия. Оценяването се отнася до процеса на определяне на настоящата стойност на компания или актив. Може да се направи с помощта на редица техники. Анализаторите, които искат да придадат стойност на дадена компания, обикновено разглеждат управлението на бизнеса, бъдещите печалби в бъдеще, пазарната стойност на активите на компанията и нейната структура на капиталовата структура.

Оценката е процес, който включва определяне на справедливата пазарна стойност на дадено предприятие. Повечето специалисти виждат оценките като централна основа за правилното вземане на решения за организациите, както в настоящето, така и в бъдещето. Въпреки че не е възможно да се предскаже бъдещето, за да оцелеят фирмите, те трябва да се подготвят за несигурност.

Бизнес оценката е критичен финансов анализ, който трябва да се направи от експерт по оценяване, който има подходяща квалификация. Собствениците на фирми, които се придържат към евтини оценки, често пропускат значителните ползи, донесени чрез извършване на пълен анализ на оценката, използвайки сертифицирани специалисти по оценяване. Собствениците на фирми са в състояние да договорят тактическа продажба на своя субект, да планират изходна стратегия, да придобиват финансиране и да намаляват финансовия риск по време на съдебни спорове.

Собствениците на фирми, които търсят евтина бизнес оценка, сериозно пропускат важните ползи, получени от изчерпателен анализ на оценката и доклад за оценка, извършен от сертифициран експерт по оценка. Тези предимства помагат на собствениците на фирми да преговарят за стратегическа продажба на техния бизнес, да сведат до минимум финансовия риск на собственик на бизнес по съдебен спор, да минимизират потенциалния данък, който собственикът на предприятие или имот може да плати при данък върху подаръци или имоти, както и да осигурят защита в одитна ситуация.

„Стойност“ според Камарата на независимите оценители в България за целите на оценяването на обекти/ активи, представлява „становище на независим оценител, отразяващо ползата и ценността на обекта/ актива, изразена в пари, за конкретна цел, в определен момент от време и в условията на конкретен пазар и при отчитане на съотносими обстоятелства в хода на оценяването“²². За целите на оценяването, в изразеното становище за „Стойност“ не се включват данъци и такси, регламентирани от действащата нормативна уредба.

²² КНОБ, „Български стандарти за оценяване“, 2018 г. стр. 13

Според българските стандарти за оценяване (БСО), приети от Камарата на независимите оценители в България /КНОБ/ и в сила от 1 юни 2018 г. следва да се разграничават шест отделни категории стойност²³:

- пазарна стойност;
- стойност при алтернативно ползване;
- справедлива стойност
- синергична стойност;
- инвестиционна стойност;
- ликвидационна стойност.

Пазарната стойност отразява данни и обстоятелства, свързани с възможната пазарна реализация на оценявания обект/ актив. Пазарната стойност не отчита характеристики и/или предимства на даден обект/ актив, които имат стойност за конкретен собственик или конкретен купувач, а отразява характеристики и/или предимства, отнасящи се до физически, технически, технологични, географски, икономически, юридически и други съществени обстоятелства за оценявания обект/ актив. При определяне на пазарна стойност водещи следва да бъдат единствено условията на свободен пазар.

Стойност при алтернативно ползване представлява пазарна стойност на обекта/актива на оценката, като се допуска, че е възможно ползване с друго предназначение, различно от настоящото.

Справедливата стойност отразява данни и обстоятелства, свързани с конкретна действителна или потенциална реализация на оценявания обект/ актив между идентифицирани страни.

Синергичната стойност представлява специална стойност, която обхваща и допълнителни елементи на стойност, създадени от обединяването на два или повече обекти/ активи. Синергичната стойност показва стойността на обединения интерес и е по-голяма от сумарната стойност на отделните оценявани обекти/ активи.

Инвестиционната стойност се дефинира като специална стойност, която се извежда при оценяване на конкретен обект/проект, за конкретни инвестиционни или оперативни цели, с конкретен инвеститор/ група инвеститори с установени критерии.

Ликвидационната стойност е стойност, изведена при специални условия и се базира на вече формирано в хода на оценяването становище за стойност. При определяне на ликвидационната стойност водещ е факторът време – по-кратък от обичайния срок за реализация на оценявания обект/ актив или група от обекти/ активи.

Частните фирми могат да бъдат оценявани според посочените по-горе стандарти за стойност, като е задължително да се съобразяват няколко важни изисквания:

- идентифициране на обстоятелствата, при които бизнес обектът се оценява;
- качеството на информацията, която се изисква за различните модели за оценка;
- логическата рамка за установяване на стойностната база.

Според S. Feldman три иманентни характеристики възплащават коректната бизнес оценка²⁴:

- идеята за хипотетична сделка, която води до установяване на разменна стойност;
- доброволно мотивирани купувач и продавач;
- достоверна информираност на страните по сделката.

Идеята за хипотетична сделка

Когато се определя стойността на публична фирма, оценителите задължително трябва да ползват информация от финансовите пазари за насоки. Ако разгледаме

²³ КНОБ, „Български стандарти за оценяване“, 2018 г. стр.14

²⁴ Feldman, Stanley J., Principles of private firm valuation, John Wiley & Sons, Inc., 2005

акционерна фирма, която е изцяло финансирана чрез емисия на обикновени акции, с актуална установена цена на акциите от 10 лв. и пласирани в обращение 100 хил. броя акции, тогава пазарната капитализация на компанията т.е. нейната бизнес оценка е 1 милиона лева. Следователно, за да се определи стойността на дялово участие в публична фирма, не е необходимо да се приема хипотетична сделка, трябва само да се изчисли пазарната капитализация на компанията при актуалната цена на акциите.

Тъй като частните неакционерни фирми по дефиниция нямат икономически интерес, търгуван на даден пазар, стойността трябва да се установи при предположение за хипотетична сделка. Резултатът от хипотетична сделка е борсова цена, която отразява цената, която би довела до размяна между желаещи и информирани страни, и в този смисъл размяната би била справедлива. Следователно се предполага, че хипотетичната сделка имитира процеса, който би се случил на пазар между желаещи информирани купувачи и желаещи информирани продавачи. Това не означава да бъде намерена пазарната цена, а по-скоро процесът на достигане на разменна стойност или цена би бил същият, както би се случило, ако участниците оперират на открит пазар.

Идеята за справедлива бизнес оценка произтича директно от презумпцията за страните по сделката, които са напълно информирани. Ако и двете страни разполагат с една и съща информация и действат според нея, тогава получената бизнес оценка би била приемлива и за двете страни и коректна.

Обикновено се смята, че пазарите предоставят борсови цени, които са справедливи, тъй като се приема, че всички страни и/или техните агенти разполагат с еквивалентна информация за рисковете и възможностите, които се очаква да окажат влияние върху резултатите на фирмата, която е обект на икономически интерес. По тази логика, цените на транзакциите не биха били справедливи, ако групи участници бяха в неравностойно положение в смисъл, че достъпът им до информация е ограничен или качеството на информацията, до която имат достъп, е съществено недостатъчно. Обикновено се счита, че цените на транзакциите са коректни и справедливи, когато сделките се извършват на пазари, обект на ефективни регулации, предназначени да осигурят точното и своевременно разкриване на критични финансови данни и друга информация необходима за бизнес оценяването. Следователно на пазарите, характеризиращи се с асиметрична информация, цените на транзакциите няма да отговарят на изискванията за стандарта за оценка.

Доброволно мотивирани купувач и продавач

Тази характеристика означава, че потенциалните купувачи и продавачи не са принудени да сключват сделки. Всяка страна може да се оттегли и в повечето случаи може да го направи без наказание. Изключение прави стандартът за ликвидационна стойност, който изисква страната продавач да сключи сделка и да приеме най-добрата цена. В този случай продавачите не могат да се оттеглят и следователно нямат право на прибягване, както биха направили съгласно другите стандарти.

Освен това, желанието също предполага, че участниците на пазара имат средства да бъдат страни в борсата. Изчисляването на коректната бизнес оценка на частна фирма предполага, че хипотетичните купувачи разполагат с финансови средства, а продавачите имат законното право да продават.

Достоверна информираност на страните по сделката

Тази характеристика означава, че купувачите и продавачите са наясно с истинския паричен поток на дадено предприятие и също така имат очаквания за бъдещи резултати, съответстващи на тези, притежавани от знаещи участници на пазара.

Нека първо разгледаме въпроса с паричния поток. Да приемем, че Компания X не е отчела печалба през всяка една от последните пет години. Дали тези знания биха отговорили на разумно информирани критерии? Отговорът е отрицателен, ако след

разчленяването на финансовите отчети на фирмата се установи, че фирмата наистина е реализирала печалба във всяко от миналите пет години, и то доста голяма. Как може да се случи това? Ако анализът на финансовите отчети на фирмата покаже, че липсата на отчетена печалба е резултат от това, че собственикът получава заплата, по-голяма от тази, която обикновено би получил външен изпълнителен директор за извършване на същата работа, или плащания на служители на членове на семейството, далеч надхвърлящи това хората биха печелили за една и съща работа или съществуването на други разходи като клубни такси, които са били чисто дискреционни, тогава може разумно да се заключи, че коригирането на отчетените разходи за тези ексцесии ще доведе до печалба на фирмата.

Въпреки че финансовите отчети са били точни в този пример, разумно информирането означава повече от информирането за точността на финансовите отчети. Разумно информиран, в контекста на FMV, означава, че участниците на пазара са информирани за истинското финансово състояние на фирмата.

Това, че са разумно информирани, също означава, че страните по сделката имат очаквания за ефективност, които напълно съответстват на тези, притежавани от знаещи участници на пазара. Тъй като хипотетичната транзакция, в която участват информирани страни, има за цел да имитира обработката на информация, която обикновено се извършва в пазарна среда, следва, че информираните инвеститори в частна сделка също ще изискват най-малко количеството и качеството на информацията, която би обикновено им е на разположение, ако участват в пазарна сделка.

И накрая, разумно информираният критерий означава също така, че участниците и/или техните агенти могат точно да обработват разкритата информация и рационално да действат чрез нея. Ако случаят не беше такъв, тогава точните оповестявания за текущите и очакваните бъдещи резултати на оценяваното предприятие нямаше да имат практически смисъл. Предположението за рационални участници в транзакция, която е в основата на справедливата пазарна стойност, може да бъде оценено най-добре, като се вземе предвид логиката, която често се представя като разликата в стойността между контролиращия и миноритарния икономически интерес.

ЛИТЕРАТУРА

1. КНОБ, „Български стандарти за оценяване“, 2018 г.
2. Allen, G. L. Valuation issues from a seller's perspective. (In Thomas & West. Handbook of business valuation. New-York: John Wiley & Sons, Inc. 1999.
3. Booth, L. Capital cash flows, APV and valuation. European financial management, 13, 2007
4. Burton, J. Making sure the price is right: If you value your business, value your business. Business Week's Enterprise, 1999.
5. Correia, C., Flynn, D., Uliana, E. & Wormald, M. Financial management. Cape Town, 2010
6. Damodaran A. Investment valuation, John Wiley & Sons Inc, 3-th Edition 2012
7. Ellenstuck, A. B. Evaluating an appraiser's report. The Tax Advisor, 2006
8. Feldman, Stanley J., Principles of private firm valuation, John Wiley & Sons, Inc., 2005
9. Fodor, G. & Mazza, E.. Business valuation fundamentals for planners. Journal of Financial Planning, 1992
10. French, N. The uncertainty of valuation. Journal of Property Investment & Finance 2004
11. Gabehart, S. & Brinkley, R. J.. The business valuation book. New York: AMACON. 2002

12. Gilbertson, B. & Preston, D. A vision for valuation. *Journal of Property and Investment Finance*. 23(2): 2005
13. Gomes, G. M. Excess earnings, competitive advantage and goodwill value. *Journal of Small Business Management* 1988.
14. Lannom, A. L. R. Reasons to value a business and who should do it. (In Thomas & West. *Handbook of business valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1999
15. Modica, J. M. Business valuation: The fundamentals of business valuation in marital dissolution matters. *American journal of family law*, 2010
16. Pratt, S. P., Reilly, R. F. & Schweihs, R. P.. *Valuing small businesses & professional practices*. New York: McGraw-Hill. 1998
17. Reilly, R. F. & Schweihs, R. P. *The handbook of business valuation and intellectual property analysis*. New York: McGraw-Hill. 2004
18. Rowley, S., Fisher, P., & Holmes, A. A national valuation evidence database: the future of valuation data provision. *Journal of property valuation & investment*, 16(1), 1998
19. Scarlata, R. F. The purpose, market, and resource for valuing. (In Thomas & West. *Handbook of business valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1999
20. Sliwoski, L.1. Alternatives to business valuation rules of thumb for small businesses. *National Public Accountant*, 1999
21. Smith, H.J., Smith, T. F. Family-owned business valuation is more art than science. *Financial executive*, 2005