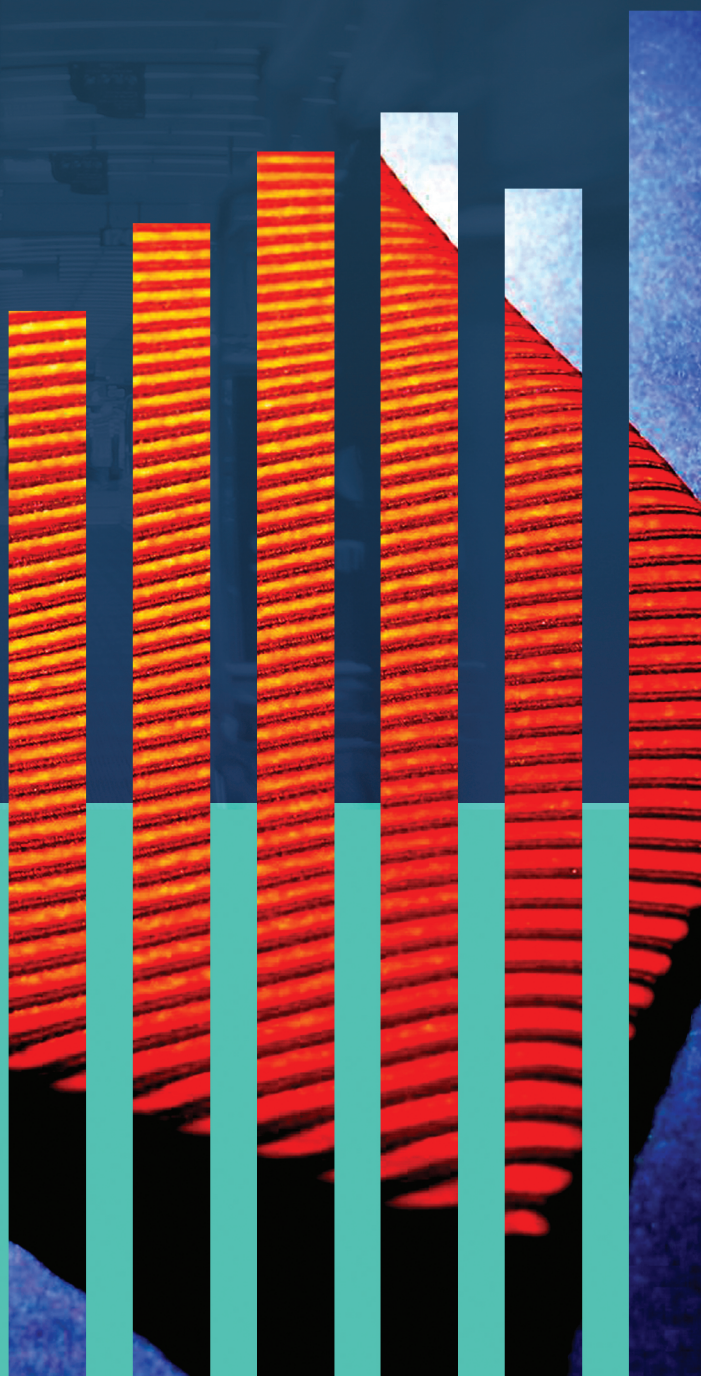


17

20



ГОДИШНИК

**„ИКОНОМИКА
И БИЗНЕС“**

ДЕПАРТАМЕНТ „ИКОНОМИКА“

2017

ГОДИШНИК „ИКОНОМИКА И БИЗНЕС“ 2017
ДЕПАРТАМЕНТ „ИКОНОМИКА“

Научен редактор: доц.д-р Ренета Димитрова
Технически редактор: гл.ас.д-р Ралица Димитрова

© Дизайн и предпечат: Таня Йорданова

© Издателство на Нов български университет, 2018 г.
София 1618, ул. Монтевидео 21
www.nbu.bg
www.bookshop.nbu.bg

Всички права са запазени. Не е разрешено публикуването на части от книгата под каквато и да е форма – електронна, механична, фотокопирна, презапис или по друг начин – без писменото разрешение на издателството.

ISSN: 2534-9651

СЪДЪРЖАНИЕ



8

Икономика на знанието или
когнитивен капитализъм
проф. д-р Събина Ракарова

15

Компетентността на
потребителите на банкови
услуги – важна предпоставка за
установяване на доверие между
тях и банките
доц. д-р Ренета Димитрова

24

Фрустрация при използване на
програми за клиентска лоялност –
характеристика и възможности за
минимизиране
доц. д-р Иван Боевски

31

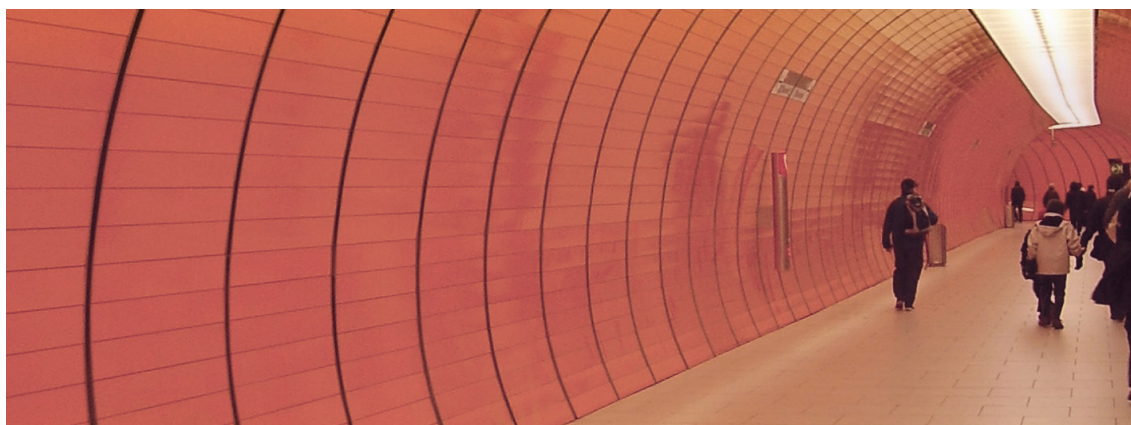
Analytical overview on contem-
porary tendencies in the Bulgarian
economy
гл. ас. д-р Емил Калчев

37

Факторингът при малките
и средни предприятия в
международния бизнес
гл. ас. д-р Ирена Николова

44

CFaR – алтернатива на VaR
при измерване на риска на
нефинансова компания
гл. ас. д-р Красимир Костенаров



52

Теоретична рамка при
оценяването на акции на
публични компании – принципи и
методология

гл. ас. д-р Ралица Димитрова

66

Алтернативен подход за
определяне на цената на капитала:
по примера на българските
АДСИЦ

гл.ас.д-р Нигохос Канарян, Никол Колева

77

Концептуални основи на
банковата конкурентоспособност

гл. ас. д-р Надя Ненкова

93

Вътрешен одит и измами

гл. ас. д-р. Пламен Илиев

102

Търговията със Субсахарска
Африка според българските
фирми

д-р Едуард Маринов

116

20 години паричен съвет
в България – ефект върху
макроикономическото състояние
на страната и бъдещи перспективи

гл. ас. д-р Елена Спасова

ПРЕДГОВОР

Второто издание на Годишника на Департамент „Икономика“ се концентрира върху актуални проблеми на икономиката, бизнеса, финансите и маркетинга. Публикуваните статии представят научно-изследователската дейност на щатни преподаватели и студенти от Нов български университет и на колеги от други университети.

Основната цел на изданието е да се даде публичност и достъпност на изследванията на преподавателите и студентите, така че да могат да се ползват както като учебни материали в бакалавърските и магистърските програми в департамента, така и като справочна литература за бизнеса.

Включените научни материали са резултат на задълбочени научни и практически изследвания през учебната 2016/2017 година. Тяхната цел е да повишат ефективността и качеството на обучението, да актуализират преподавания материал с последните новости от областта на икономиката и бизнеса.

ИКОНОМИКА НА ЗНАНИЕТО ИЛИ КОГНИТИВЕН КАПИТАЛИЗЪМ

Събина Ракарова¹

Нов български университет

Резюме: в търсенето на отговор за коректността на употребата на понятието „икономика на знанието“ са разгледани трансформациите на мястото на знанието от етапа на промишления капитализъм в съвременния етап, което дава основание за лансиране на хипотезата за превръщането на капитализма в когнитивен. Разяснена е ролята на неоли-

бералната политика, която чрез институцията на интелектуалната собственост създава предпоставки за превръщането му в ограничен ресурс и изключване на потребителите от употребата му.

Ключови думи: икономика на знанието, когнитивен капитализъм, неолиберализъм, обществени блага, човешки капитал.

KNOWLEDGE ECONOMY OR COGNITIVE CAPITALISM

Sabina Rakarova

New Bulgarian university

Abstract: In looking for an answer to the correctness of the use of the concept of “knowledge economy”, the transformations of the place of knowledge from the stage of industrial capitalism to the present stage are considered. This justifies the launching of the hypothesis of transforming capitalism into cognitive. The role of the neoliberal policy is explained, which

through the intellectual property institution creates prerequisites for its transformation into a scarce resource and exclusion of the users from its use.

Keywords: knowledge economy, cognitive capitalism, neoliberalism, public goods, human capital.

От началото на новото столетие особено настойчиво се популяризира тезата за „икономика на знанието“ или „икономика, базираща се на знанието“. Свързаността на производството със знанието не е нещо ново. Тази връзка се проявява очевидно от времето, когато машините (науките и технологиите, въплътени в машините) започват широко да се използват в т.нар. промишлена революция и по-късно в т.нар. научна организация на труда на Тейлър.

Защо именно сега, а не по-рано се говори и пише за това с голяма сила? Ще потърсим отговор на този въпрос като съсредоточим разсъжденията в два взаимосвързани и взаимно обуславящи се концепта. Първо, очертавайки ролята на знанието и науката в съвременните условия като фактори на производството и икономическия растеж. Второ, очертавайки ролята на неолиберализма като „главно“ течение в икономическата наука за реалното подчиняване на науката на капитала.

Преди всичко трябва да се отбележи, че използването на понятието „**икономика на знанието**“ е опити на случващото се около нас да се придаде характер на „естествена закономерност“ извън контекста на капитализма. Понятието „**икономика**“ е абстракция, която представя производството извън неговите исторически форми и в тази връзка притежава минимална информативност. **Капитализмът**, по отношение на който сега се лансира определението „икономика на знанието“, е социална система за производство, която започва своето развитие върху частната собственост и свободния пазар в определен исторически момент (18 век) и историческо място (Европа). Анализът на капитализма като исторически обусловен начин на производство, характеризиращ се (според Маркс) с определено развитие на производителните сили и производствените отношения, изисква разглеждане на икономическите и институционалните аспекти на производството като неразделни.

Знанието като двигател на натрупването на капитала се фаворизира от научния позитивизъм от 19 в. и се вписва в проце-

са на възпроизводството. Според него то е предназначено да служи на производството и трябва да позволи постигането на контрол над природата с помощта на техниката и над човека с помощта на йерархията. В резултат на практика се реализира огромен ръст на производителността и доходите, но едновременно с това се очертава потенциална загуба на суверенитета на знанието и науката. В последните две столетия ролята на знанието бе сведена до наблюдение върху света и до използване на природата и човека за целите на производството.

В днешното капиталистическо общество знанието се е превърнало в производствен фактор не по-малко необходим от труда и капитала. По аналогия с машините знанието натрупва в себе си стойността на труда и на другите производствени фактори, необходими за неговото производство. След това то се влива в производството като управлява техниката, ръководи процесите, произвеждайки ползи за потребителите. Ако се вгледаме в производствения цикъл на промишления капитализъм, то трудът поражда знанието, а знанието на свой ред поражда стойност. В тази връзка за да нараства капиталът трябва да подчини не само живия труд, но и знанието, което той поражда и което внася в цикъла.

Според критическата теория на капитализма на Карл Маркс капитализмът дава мощен тласък на развитието на науките, но не само като абстрактни знания за природата, а като приложени в технологиите, което осигурява безпрецедентно развитие на производителните сили (Маркс, Енгелс, Соч. т. 46. ч. 2, с. 215). В началото на своето развитие капиталът реално подчинява труда, превръщайки го в стока, и превръща трудовия процес в „производство на стоки с помощта на стоки“, докато само формално подчинява трудовия процес в сферата на „производството на знания с помощта на знания“. Производството на знания остава извън непосредственото поле на капитала. Знанията се създават извън „фабриките“ и за това остават извън вниманието на Маркс. Критичният анализ на капитализма се базира на

разделението между науката и технологията. Знанията проникват в производството на стоките чрез технологията под формата на машини или въплътени в оръдията на производството. Знанията, свързани с технологичния прогрес, усложняват оръдията на производството и способстват за промяна в съотношението човек-природа.

Развитието на информационните и комуникационните технологии в последните петдесетина години създаде възможност знанията да се движат самостоятелно, отделно и от машината, и от работника. Разходите за възпроизводството на тези знания клонят към нулата. Знанията безусловно имат потребителна стойност за тези, които ги ползват, и за обществото, но не притежават както другите стоки базисната стойност на разходите, която да бъде основа за определяне на разменната им стойност. Разходите за производството на знание са твърде неопределени и принципно се различават от разходите за неговото възпроизводство. След създаването на първия „екземпляр“, необходимите разходи за създаването на следващите се стремят към нулата. За да се възползва от тази изгода съвременният корпоративен бизнес прилага нови стратегии за развитие – продажба именно на знания. В сферата на информатиката се преминава към разделяне на „хардуера“ от „софтуера“, съсредоточаване към „информационните услуги“. Подобни практики се наблюдават и във фармацевтичната индустрия, където стремежът е да се търгува със знанието за „принципа на действие“, а не с производените на базата на този принцип лекарства.

В последните десетилетия в рамките на критическата политическа икономика се лансира тезата за прехода на капитализма към **когнитивен капитализъм**. В този контекст понятието „когнитивен“ не трябва да се възприема в смисъла на когнитивните науки. Чрез това определение се подчертава ключовата роля, която знанието получава в този съвременен етап от развитието на капитализма.

Според изследвания и анализи (Corsani, Dieuaide, Moulier Boutang, Paulre, Vers-

elone, 2001, Lazzarato, 2004, Corsani, Moulier Boutang, 2004) на критическата школа в съвременните условия се наблюдава не само проблема с обособяването (no incorporation) на знанието от труда и капитала и превръщането му в самостоятелен фактор на производството. Когнитивният капитализъм произвежда не само и не главно стоки, а прониква в жизнената сфера на човечеството. Наблюдаваме постепенно обсебване от капитализма на възпроизводството на социалния и биологическия живот на хората. В рамките на когнитивната фаза на капитализма се извършва непосредствено подчиняване сферата на производството на знания на капитала. Това подчиняване е не само формално, защото производството на знания трябва да осигурява нарастване на стойността на капитала. Като последица от завладяването на знанието науката губи своята свобода и автономност. Лансира се идеята (Rajan, 2006), че сега трябва да говорим за „**био-техно наука**“, която разрушава границите между науката и политиката, науката и обществото, науката и културата. В основата на съвременния капитализъм са комуникационните и информационните технологии, биотехнологиите, генетичното инженерство, които помежду си създават различни хибридни форми.

Включването на знанието в капиталистическото производство като ресурс или производствен фактор става възможно благодарение на превръщането му в частна собственост. По своята природа знанието не представлява ограничен ресурс. Както отбелязахме по-горе, то има потребителна стойност, но тя не е обвързана с някаква базова стойност на разходи за производството (неопределени и клонящи към нула), която да стои в основата на определянето на неговата разменна стойност. Оказва се, че разменната стойност на знанието зависи на практика единствено от възможността изкуствено да се ограничи собственото му движение (обръщение).

Правото е на служба на капитализма и чрез институцията на частната собственост позволява постигането на монополи-

зация на знанието. С помощта на цял арсенал от механизми и инструменти – патенти, авторски права, лицензи, контракти и монополни методи – се ограничава възможността за копиране, подражаване, „преосмисляне“ на знания. Така стойността на знанието става резултат единствено от ограничения достъп до него, който се налага институционално или явно.

За превръщането на знанието в частна интелектуална собственост решаваща роля принадлежи на **неолиберализма**, който теоретично и като политика легитимира и осъществява обсебването на знанието и реалното му подчиняване на капитала.

Неолибералната политика, която започва активното си начало през 80-те години на миналия век, е не просто стремеж към отхвърляне на кейнсианството и възхваляване и връщане към свободния пазар. Според френския мислител Мишел Фуко (2004) неолиберализмът е много повече от свобода на пазара, това е „форма, при която обществото се управлява от икономиката“. В своите лекции от 1978/79 г. в Колеж дьо Франс той излага оригинална трактовка на историята на либералния дискурс от зараждането му в 18 век до 70-те години на 20 век. Либерализмът, твърди Фуко, е своеобразна техника за управление на поведението на хората в рамките на държавата и с помощта на държавни лостове. Кризата на кейнсианството през 70-те години дава възможност за разгръщане на либералните идеи и принципите на рационалността и рентабилността от сферата на икономиката към останалите сфери на обществения живот. Неолиберализмът представлява завой в либералното мислене от миналото. За разлика от класическия либерализъм, който се вълнува от решаването на проблема с утвърждаването на пазарното пространство в рамките на дадено политическо общество, неолиберализмът се занимава с въпроса как да реализира целокупната политическа власт според принципите на пазарната икономика Foucault (2004, с.324). Според Фуко новият момент в неолиберализма се състои в преразглеждането на „натуралистическия наивитет“, че пазарът въз-

никва самопроизволно и се подчинява на природните закони. Неолиберализмът твърди, че чистата конкуренция е цел и нейното постигане изисква „безкрайно активна“ политика. Моделът на чистата (съвършена) конкуренция, изграден на предположенията за атомистичност, хомогенност на продукцията, прозрачност на информацията, свободен достъп до пазара, свободно движение на производствените фактори, е призван да изпълнява преди всичко нормативна функция: позволява да се определят съответните действия от страна на правителството, за да може цялото общество да бъде подчинено на пазарния конкурентен модел. Фуко изтъква, че в крайна сметка не става дума за установяване на пазарно общество, а на общество, „подчинено на динамиката на конкуренцията... Става дума за превръщане на пазара, конкуренцията, и следователно, на предприятието в това, което може да се нарече формообразуваща сила на обществото“ Foucault, (2004, с. 151). Обществото трябва да бъде оформено по модела на предприятието. И така неолибералната политика получава не икономически, а по-скоро юридически характер.

Като следствие от налагането на неолибералните идеи и реализирането им като правителствена политика от началото на 70-те години в западните икономики започва пренареждане на връзките на икономиката с обществото. Постепенно областите на потреблението и колективното инвестиране (здравеопазване, култура, образование, информация, наука), в които правителството традиционно се намесва, се подчиняват на икономическата логика и рационалността на конкурентните пазари. Така обсебените дейности в сферата на здравеопазването, културата, информацията, научните изследвания застават в основата на когнитивния капитализъм.

Преди да се върнем на темата за мястото на знанието в съвременния социум се налага да припомним някои исторически факти. В 30-те години на миналия век от другата страна на Атлантическия океан започва промяна на сферата и предмета на

икономическия анализ. Лансира се идеята, че „икономиката е наука за човешкото поведение като отношение между целите и ограничените ресурси, които могат да бъдат използвани по различни взаимно изключващи се начини“ (Robbins, 1932). След като фокусът на икономическия анализ е преместен от процеса на производството и натрупването на капитала към рационалното поведение на човека, то полето на икономическата дейност се разпростира над всички социални и хуманитарни науки. На икономически анализ подлежи всяко човешко поведение независимо от сферата на проявление: семейството, майчинството, сексуалността, престъпността и т.н.

Като начало трудовата теория се превръща в теория за субективното поведение на работника (Schultz, 1961, Becker, 1964). Според неолибералните разбирания капиталът е нещо, което позволява получаването на доход, а цел на трудовата дейност на хората е получаване на доход, който е продукт на капитала. По тази причина трудът трябва да се превърне в капитал. Този капитал притежава две характерни особености. От една страна се състои от знания, способности и умения, а от друга, е неотделим от човека. Така възниква **теорията за човешкия капитал**, от която следва, че за да се повишава цената (дохода) на човешкия капитал на конкурентния пазар е необходимо да се повишава неговото качество. Рационалният човек прави своя индивидуален избор да инвестира в развитието на своя собствен „човешки капитал“. Фуко твърди, че хомо икономикус се превръща в „свой собствен предприемач“ в „обществото от предприятия“. Работникът е не само притежател на своята работна сила (уменията, които са определени от работодателя), която той „внося“ в производствения процес. В съвременните условия работникът се явява продукт на собственото си възпроизводство (самовъзпроизводство), който непрекъснато работи върху своето самосъздаване. За фирмата „нейният“ човешки капитал по същество е безплатен ресурс, външна даденост, която се е повила от само себе си и продължава да произвежда сама

себе си. Фирмите само „прихващат“ тази способност за самосъздаване и я насочват в необходимото направление.

В случая става дума за т.нар **живо знание**, което се състои от опита и навиците на отделния човек, на базата на което се изграждат професионалните компетенции, които съставят човешкия капитал на работниците. Личността се превръща в предприятие за самата себе си, сама разглежда себе си като работна сила, като постоянен капитал, който изисква непрекъснато възпроизводство, модернизация, разширение и утилизация. Вече никой не оказва върху нея външна принуда, тя се е превърнала в собствен производител, работодател и продавач. Така се поставя началото на постепенното изчезване на наемните отношения. Животът на човека е в мрежите на икономическите разчети и рентабилността.

Теорията за човешкия капитал горещо се прегръща от анализаторите на икономическия растеж на съвременния капитализъм. В средата на 60-те и началото на 70-те години на 20 век за анализ на икономическия растеж широко се използва модела на производствената функция. Той позволява количествено да се измери факторното влияние на количеството на труда и капитала върху темповете на растежа. Като разновидност на регресионните модели в състава на модела присъства т.нар. мащабен множител. От авторите по отношение на икономическата интерпретация на числената стойност на множителя се налага разбирането, че чрез множителя се отразява влиянието на т.нар. неидентифицирани фактори на растежа - качествените характеристики на труда и капитала и ефективността на управлението на дейностите. За да се повиши аналитичната и прогнозната стойност на модела по-късно той се динамизира, като в състава на уравнението се включва нов множител - експоненциална степенна функция. Степният показател се тълкува като темп на технологичния процес, разбран като развитие и практическо приложение на науката и технологиите в рамките на анализирания период. В своите изследвания теоретиците на

ендогенния икономически растеж ясно осъзнават необходимостта от намеса на държавата в „капитализацията на аз-а“. За да се противодейства на възможността за нерационален избор при използване на времето на индивида във връзка с получаване на необходимото образование, се препоръчва предприемането на мерки, които да стимулират и насочват образователния процес. В унисон с теориите на американския неолиберализъм на практика образователната система се съобразява с икономиката и се оценява на базата на критериите за рентабилност. Според Фуко (2004) управлението на поведението в случая се проявява като ориентиране на образованието към потребностите на пазара на труда. Човекът-капитал напълно се подчинява на логиката на предприятието и конкуренцията.

За разлика от живото знание, научно-техническите знания се поддават на формализация. **Формализираните знания** могат да бъдат отделени от живия им носител, да бъдат разпределяни и предадени за ползване. За превръщане на неинкорпорирането знание в производствен фактор неолибералната политика предлага изграждане на юридически механизми за защита на **интелектуалната собственост**. Както беше посочено по-горе знанието не отговаря на пазарната логика и неговата пазарна стойност е продукт на юридическата система и законите на правото. Видният изследовател на икономическия растеж К. Ароу (1972) в началото на 60-те години на миналия век отбелязва, че е трудно в икономическата наука да се включат изобретенията. Защото по същество става дума за ресурс, който е „неделим“, „неприсвоим“ от някого, изключвайки всички останали от потреблението или пред нас е едно **обществено благо**.

Знанията и изобретенията радикално се различават от частните блага. Невъзможността отделния потребител да „присвоява“ и да изключва всички останали от знанието означава, че знанието, усвоено от този, който го е получил, не го превръща в негова изключителна собственост и неговата полезност не намалява от използването му. Като

обществено благо знанието е неделимо и неприсвоимо (неизключващо) в потреблението. В пазарни условия частните блага, които са делими, в процеса на размяната попадат в ръцете на отделен участник, който извлича за себе си тяхната полезност и лишава (изключва) от това всички останали. Когато става дума за размяна на знания, отделният субект, който ги разпространява, не ги губи. Даже обратното, ценността на знанието нараства с нарастване на разпространението им и усвояването от другите.

Знанието може да бъде определено като **общ ресурс**, защото по-скоро е продукт от общуването между хората и не съществува без „предаване“ и „съобщаване“. По този начин знанието няма място сред ограничените ресурси и излиза извън логиката на пазара. И само външната намеса на правителството чрез режима на интелектуалната собственост може да създаде феномена на изключване и възпрепятстване на обществото и неговите членове от използването и разпространението на знанието.

В тази връзка известния френски интелектуалец Андре Горц заявява, че е абсурдно да говорим за „икономика на знанието“. Според него „икономиката на знанието“ е призвана да бъде икономика на обобществяването и отсъствието на пари; тя е пълна противоположност на икономиката. Именно тази форма на комунизъм тя по естествен начин получава в научната среда. „Стойността“ на знанието се измерва не с парите, а с интереса, който това знание предизвиква, с разпространението, което то получава. Следователно, в основата на капиталистическата икономика на знанието стои анти икономика, в която няма място за „стока-та“, „стокообмена“, „забогатяването“ (Gorz, 2006).

Заключителни бележки

В последните десетилетия знанията се превърнаха в най-важната производителна сила. Това постави предизвикателства пред икономическата наука и изисква разработване на нова икономическа теория. Живото

знание – натрупаният опит и умения, способност за координация и коопериране, разсъдливост, способността за свързване на новото с наличното опитно знание представят същността на човешкия капитал. Проблемът е в това, че предварително не може да се определи и прогнозира по какъв начин и колко от това знание работникът ще внася в своя труд. Необходимо е самоотдаване, което мениджърите определят като „мотивация“. Работникът се превръща в „човек-предприятие“, който сам се грижи за образованието си, повишаването на квалификацията, самоосигуряването си и т.н. Формализираното знание може да бъде отделено от своя материален и човешки носител, практически безплатно да бъде размножено и без ограничения използвано. Колкото по-широко е разпространено, толкова по-голяма е неговата обществена ползност. Неговата разменна стойност се стреми към нулата. За това истинската икономика на знанието би бил комунизъмът на знанията, където стоквата размяна и паричните отношения отмират, защото са ненужни. По тази причина, за да бъдат продавани като стоки и използвани като капитал, знанията в рамките на капитализма трябва да се приватизират и да се ограничи достъпа да тях. Неолибералната доктрина ражда идеята и с помощта на правото реализира институцията „интелектуална частна собственост“. Така „когнитивният капитализъм“ може да бъде определен като системна криза на капитализма в съвременните условия.

Литература

Маркс К., Энгелс Ф. Соч. Т. 46. Ч. 2, с. 215.

Arrow K. 1962. *Economic welfare and allocations resources for inventions, The Rate and Direction of Activity: Economic and Social Factors*. Princeton University Press.

Corsani A., Dieuaide P., Moulier Boutang Y., Paulre B., Verselone C. 2001. *Le capitalisme cognitive comme sortie de la crise du capitalisme industriel: un programme de recherché, Aites du Forum de Régulation*. // Lazzarato M. 2004. *Les révolution du capitalisme. Les Empêcheurs de penser en rond*. // Corsani A., Moulier Boutang Y. 2004. *Capitalismo Cognitivo, propiedad intelectual y creasion colectiva*, Mapas.

Foucault, M. 2004. *Naissance de la biopolitique*. Cours au College de France 1978/1979. Gallimard.

Gorz A. 2005-2006. *L'écologie, une éthique de la libération*. *Ecorev*, № 21 (интервю).

Rajan, K. 2006. *Biocapital. The Constitution of Postgenomic Life*. Duke University Press.

Robbins, L. 1932. *Essay on the Nature and Significance of Economic Science*.

Schlitz Th. 1960a. *Capital Formation by Education*. 1961b. *Investment in Human Capital*. // Becker G. 1964. *Human Capital. A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*.

КОМПЕТЕНТНОСТТА НА ПОТРЕБИТЕЛИТЕ НА БАНКОВИ УСЛУГИ – ВАЖНА ПРЕДПОСТАВКА ЗА УСТАНОВЯВАНЕ НА ДОВЕРИЕ МЕЖДУ ТЯХ И БАНКИТЕ

Ренета Димитрова¹

Нов Български Университет

Резюме: В съвременния свят банковите продукти и услуги навлязоха широко в живота на хората. Световната финансова криза и фалита на Корпоративна търговска банка през лятото на 2014 г. в нашата страна извадиха на бял свят редица проблеми в банковия сектор в световен мащаб и у нас. Държави, институции, граждани и фирми претърпяха по-големи или по-малки загуби. И резулта-

тът е – спад на доверието в банките. Безспорен факт е, че ако компетентността на всичките тези потребители на банков услуги беше по-висока, загубите им биха били значително по-малки. Това е сериозен проблем, решаването на който провокира неговото изследване и разрешаване.

Ключови думи: търговски банки, потребители, компетентност, обучение

THE COMPETENCE OF USERS OF BANK SERVICES - AN IMPORTANT PREREQUISITE FOR THE ESTABLISHMENT OF TRUST BETWEEN THEM AND THE BANKS

Reneta Dimitrova

New Bulgarian university

Abstract: In the modern world, banking products and services have entered into the lives of people. The global financial crisis and bankruptcy of Corporate Commercial Bank in the summer of 2014 in our country showed many problems in the banking sector globally and in our country. Countries, institutions, citizens and businesses have suffered greater or

lesser losses. And the result is - decline in confidence in banks. If those bank customers were more competent, their losses would be significantly smaller. This is a serious problem that needs to be investigated and resolved.

Keywords: Commercial banks, users, competence, training

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 15–23

¹ Доцент, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: r.dimitrova@nbu.bg

Въведение

В специализираната икономическа литература, посветена на банките, доверието присъства предимно при разглеждане на кредитната им дейност. Счита се, че самият термин „кредит“ произлиза от латинското „credere“, което означава вяра, доверие, а „creditum“ – заем, дълг (Многоезична енциклопедия, 2017). И това е така. В тази двустранна сделка банката и кредитополучателя се доверяват един на друг, че ще изпълнят условията в сключения договор.

Доверието обаче не бива да се ограничава само до кредитните сделки, то следва да присъства във всички, предлагани от банките продукти, услуги и извършвани операции – доверие в това, че страните ще имат взаимна изгода и ще спазят договорните отношения. Предоставянето на свободни парични средства на депозит в банка предполага доверие на депозанта към нея и обратното – доверие на банката, че той ще спази условията по договора за депозит. Разкриването на фирмени разплащателни сметки също предполага доверие между банката и клиента, касовите или безкасовите преводи от граждани и фирми към контрагенти от други банки също и т.н. Явно, че доверието е необходим и съществен елемент на взаимоотношенията между банките и техните клиенти, било то – други банки, финансови институции, физически и юридически лица. Без доверие тези отношения въобще не могат да възникнат защото „В основата на всеки бизнес стои преди всичко доверието между партньорите,“ (Стефанова 2000, с.18). Доверието е важно поради още една причина – загубата на доверие в една банка може да предизвика сериозна криза в платежоспособността ѝ и да я тласне към несъстоятелност.

I. Политики за защита на потребителите на финансови услуги

1. В контекста на Европейския съюз

Много важна предпоставка за постигане на доверие във финансовия сектор, а в т.ч. и в банковия, е компетентността и информираността на страните за банковите продукти,

услуги и операции. Банките полагат големи усилия да подготвят своите служители професионално, нещо повече, от тях се изисква детайлно познаване на условията на предлаганите продукти и услуги. Проблемът е при другите участници – потребителите² на банкови продукти и услуги. Този проблем в нашата страна е предмет на дискусии и законодателни инициативи вече повече от десет години. А той е проблем и в страните от Западна Европа. Не случайно повишаването на финансовата компетентност на потребителите е част от политиката за тяхната защита.

Защитата на потребителите на финансови услуги, като част от общата защита на потребителите, е обект на загриженост от страна на европейските институции не от вчера³. Последната финансова криза показва сериозен дефицит на доверие във финансовия сектор и съответно, в банковия. Това предизвика Европейския парламент да активизира дейността си по създаване на достатъчно ефективна законодателна рамка за защита интересите на потребителите, която намери изражение в редица директиви:

- Директива 2011/83/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 25 октомври 2011 година относно правата на потребителите;
- Директива 2014/17/ЕС относно договорите за кредити за жилищни недвижими имоти на потребители;
- Директива 2014/92/ЕС относно съпоставимостта на таксите по платежните сметки, прехвърлянето на платежни сметки и достъпа до платежни сметки за основни операции и други.

Още през 2008 г. Европейският парламент в своя доклад относно защитата на потребителите: подобряване на образованието и осведомеността на потребителите в областта на кредитите и финансите акцентира на няколко много важни момента, а именно:

- Кризата с ипотечните кредити показва до какви опасности води неадекватната информираност на кредитополучателите, а липсата на разбиране и познания относно тази специфична материя води до недоста-

² Под „потребители“ се разбират гражданите.

³ Още през 1985 г. ЕИО приема Директива 85/577/ относно защита на потребителите във връзка с договорите, сключени извън търговския обект; Директива 93/13/ЕИО на Съвета относно неравноправните клаузи в потребителските договори е приета на 5 април 1993 г.; Директива 97/7/ЕО относно защита на потребителя по отношение на договорите от разстояние е приета на 20 май 1997 г., а директива 1999/44/ЕО относно някои аспекти на продажбата на потребителски стоки и свързаните с тях гаранции е приета на 25 май 1999 г.

тъчно осъзнаване на рисковете от неплатежеспособност и свръх задлъжняване;

- Ако потребителите са финансово образовани, те ще допринесат за засилване на конкуренцията, на качеството и иновациите в сферата на банковите и финансовите услуги;

- Определянето на образователните потребности на различните целеви групи (в т.ч. и възрастните) в обществото може да бъде успешно само ако се направи задълбочен анализ на финансовата грамотност в държавите-членки.

Внимание заслужава още един осъществен от Европейската комисия проект – порталът за онлайн обучение (Долчета, 2010). Той е финансиран от Европейската комисия и предлага бесплатно обучение в държавите-членки на Европейския съюз, като Модул 7 е посветен на финансовата грамотност. През 2010 г. порталът е актуализиран и на учителите е предоставен готов материал за обучение. През 2013 г. порталът е затворен, а на негово място стартира работа друг уебсайт Consumer classroom. От самото му наименование става ясно, че е насочен отново към учителите (Consumer classroom, 2013).

В изпълнение на директива 2011/83/ЕС бяха разработени и редица програми за действие⁴ и една от тях е програма „Потребители“, която ще действа в периода 2014-2020 г. Програмата има за цел да подкрепи интересите на потребителите в следните много важни според Съвета сектори: храни, енергия, транспорт, цифрови технологии и финанси. По отношение на сектор финанси целта на програмата е да се защитят финансовите интереси на потребителите и да им се предоставят необходимите инструменти за управление на техните финанси. Един от тези инструменти е финансовата компетентност. За да бъде успешно реализирана програма „Потребители“ Съветът на Европа приема Регламент (ЕС) № 254/2014. От него става ясно, че програма „Потребители“ е една амбициозна програма със значителен хоризонт на действие, чиято цел включва да се разработи стратегия, в която политическите действия да подпомагат ефикасно

и ефективно потребителите през целия им живот посредством (Европейски парламент, 2012):

- гарантиране безопасността на предоставяните им продукти и услуги;

- информирането и ограмотяването им;

- оказване на подкрепа на органите, които ги представляват;

- засилване на правата им;

- осигуряване на достъп до правосъдие и чрез обезпечаването на прилагането на

законодателството за защита на потребителите.

Всичко това трябва да повиши доверието на потребителите.

Защитата на потребителите на финансови услуги е приоритет и на друга институция - Световната банка. Нейната активна работа в тази насока започва в края на 2010 г. с Глобална програма за защита на потребителите и финансова грамотност. Програмата се фокусира върху три типа финансови услуги – кредити, спестявания и платежни системи. Макар и други финансови институции да извършват някоя от посочените финансови услуги, банките предлагат на своите клиенти и трите.

В помощ на България Световната банка прави анализ на защитата на потребителите и на финансовата им компетентност. Въз основа на него са изведени основни констатации и препоръки (Световна банка, 2009). По отношение на финансовото обучение изводът е достатъчно красноречив: „България включва финансовото обучение като част от законодателството за защита на потребителите, но информираността на потребителите остава на извънредно ниско ниво“ (Световна банка, 2009).

2. В контекста на българското законодателство

В нашата страна също се работи в посока защита на потребителите и в т.ч. на потребителите на финансови услуги. Първият закон за защита на потребителите е приет и действа още от 1999 г. (Закон

⁴ Такава е програма „Потребители“ на Европейския съюз, която освен че е продължение на предишната програма (2007 – 2013 г.) ще действа през периода 2014 – 2020 г. и е с бюджет 188,8 млн. евро. Регламент №254/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 26 февруари 2014 г. определя реда за изпълнение на програмата.

за защита на потребителите и за правилата за търговия, 1999), а към Министерство на икономиката е сформиран Национален съвет за защита на потребителите. От 2006 г. започва да действа нов Закон за защита на потребителите. Той регламентира защитата на потребителите, правомощията на държавните органи и дейността на сдруженията на потребителите (Закон за защита на потребителите, 2017). Държавните органи, ангажирани със защитата на потребителите не са малко. Министерство на икономиката е първата по важност институция, от която зависи провежданата държавна политика по отношение защитата на потребителите. Към министерство на икономиката действа национален съвет за защита на потребителите². Отговорностите на този съвет са важни и внимание заслужава тази, че всъщност той разработва националната ни политика за защита на потребителите и консултира министъра на икономиката по тези въпроси.

Комисията за защита на потребителите е следващия държавен орган, натоварен със защитата на потребителите още със Закона от 2006 г. В изпълнение на задълженията си, Комисията публикува полезните съвети, с които цели да информира потребителите. Прави впечатление, че Комисията се ограничава само до продуктите и услугите, които предлагат фирмите за бързи кредити и дава информация за условията по тях: лихви, такси и комисиони, възможните уловки в договорите, възможностите за отказ от сключен договор за кредит и предсрочното му погасяване.

Освен държавни, в защитата на потребителите на финансови услуги се включват и национално признати недържавни институции. Такива са Сдружение Българската национална асоциация „Активни потребители“, Федерация на потребителите в България, Сдружение за правна помощ на потребителите – гр. Пловдив, Национално сдружение Българска академия на потребителите, Национално сдружение за потребителите на информация и съвети на гражданите (Министерство на икономиката, 2017). Липсата на достатъчно средства, на тради-

ции и на доверие свежда тяхната роля днес основно до предоставяне на информация на потребителите в интернет. За съжаление у нас държавата не отделя достатъчни ресурси за финансово обезпечаване на тяхната работа. Това е причина при повечето от сдруженията специализираната информация да се получава след заплащане.

II. Компетентността на потребителите на банкови продукти и услуги - приоритетна цел на държавните финансови институции и търговските банки

В разгледания по-горе доклад на Европейския парламент относно защитата на потребителите: подобряване на образованието и осведомеността на потребителите в областта на кредитите и финансите в мотивите, предизвикали изготвянето на този доклад, е развита концепцията за финансовите способности, като сбор от три „елемента“ (Европейски парламент, 2012) :

- Финансови познания и разбиране;
- Финансови умения и компетентност;
- Финансова отговорност.

Според авторите на доклада да има даден потребител финансови познания и разбиране означава, че той познава и разбира основната финансова терминология и съответните юридически и всякакви други процедури. Да притежава финансови умения и компетентности² означава потребителят да е способен да използва познанията си и тук се включват: събиране на финансова информация, поддържане на сметки, оценка на информацията, съпоставка на различни продукти, финансово планиране. Третият елемент идва като резултат от първите два. Те сами по себе си обаче не са достатъчни за да гарантират на потребителя, че ще управлява правилно своите финанси. Да взема правилния курс на действие означава, че потребителят управлява отговорно финансите си.

Защо компетентността на потребителите на банкови продукти и услуги (това се отнася за всички финансови услуги) се определя като основен фактор, който може да съдейства за възвръщане на доверието в банките? Защото за световната финан-

сова криза, започнала като банкова криза, вина имат не само банките. Потребителите на банкови продукти и услуги също носят вина, тъй като значителна част от тях не оценява добре възможните рискове от кредитните сделки, надценява платежоспособността си и нуждата от кредитиране. Влезли в спиралата на кредитната експанзия и стремежа за приходи, банките се възползваха от това. А когато потребителите се оказаха в невъзможност да обслужват получените кредити, за тях настъпи истинска драма – да загубят закупените с кредит жилища. Така в обществото се появи чувството за несправедливост, за възползване от незнанието и злоупотребата с доверието. Може категорично да се предположи, че едни компетентни относно банковата практика потребители не биха допуснали такива грешки.

Компетентността на потребителите на банкови продукти и услуги може да се илюстрира с много примери. Ето един от тях. Ако гражданин трябва да вземе решение да направи депозит в банка, за да е компетентно то, той следва да е наясно за това, че:

- оставя парите (левове или чуждестранна валута) си за определен период от време в банката срещу получаване на лихва;
- нивата на лихвените проценти по депозитите днес са изключително ниски;
- трябва да си открие депозитна сметка и за това се изискват съответните документи: документ за самоличност (лична карта) и попълнено искане за откриване на сметка и други;
- откриването на сметка е съпроводено с подписване на договор за депозит, в който са определени: размера на депозита, вида на валутата, срока на депозита, размера на лихвата, начина на олихвяване (на падежа или на определен период от време – например месечно), възможностите за теглене на лихвата (тя обикновено се отнася по разплащателна сметка), възможностите за донасяне или теглене (ако има такива), реда на банката при предсрочно прекратяване и други.
- трябва да получи общите условия на съответната банка, които са неразделна

част от договора за депозит и Тарифата за лихвите, таксите и комисионите. Общите условия се подписват след внимателно прочитане.

- Такси по открити банкови сметки се дължат, дори ако по тях няма парични средства и банката няма да ги опрости;

- Фондът за гарантиране на влоговете гарантира пълно изплащане на сумите по влоговете (заедно с начислените лихви) на едно лице в една банка, независимо от броя им, в размер до 196 хил. лв. Да е наясно за случаите, в които един депозит не е гарантиран – например депозити с преференциални лихвени условия, различни от тези в Тарифата за лихвите;

- трябва да знае какви са условия за олихвяване – лихвените проценти, които банките обявяват са годишни, много е изгодно лихвата да се получава авансово или да се дава възможност да се тегли част от депозита обикновено след определен период от време. Ако се предлага депозит с нарастващата лихва следва да се изчисли средния лихвен процент за целия срок на депозита. Много често вниманието на клиента е насочено към лихвата за последния период (например тримесечие), а тя е най-висока.

- да знае какво става, ако в деня на падежа не е отишъл в банката за да се разпореди за по-нататъшните действия. Депозитът може да се поднови по новите условия на същия депозит или да се отнесе по разплащателна сметка;

- да знае, че може да ползва допълнителни банкови продукти, като кредитна карта срещу обезпечение – парични средства (в примера - депозита).

За да се определи един потребител на банкови продукти и услуги за компетентен е необходимо и още нещо, освен изброеното по-горе:

- да е събрал информация за условията по депозитите поне на няколко търговски банки, като е акцентирал на минимална сума, размер на лихвения процент и кога се плаща начислената лихва, размера на таксите;

- да е съпоставил събраната информация относно условията по депозитите;

- да е проучил в интернет пространството мнението на клиенти за всяка от анализирани банки, както и да е проучил финансовия им резултат поне за последния отчетен период;

- да е определил каква част от спестените парични средства да вложи в депозит и има ли интерес от друга форма на спестяване – застраховка живот например;

- ако има желание да ползва и други банкови продукти и услуги, да е преценил дали те са му необходими в настоящия момент;

- да е убеден, че това е един успешен избор и други.

Няколко са начините потребителите да придобият компетентност и да направят успешен избор:

- първият е сами да се обучат, като използват специализирани сайтове – на Българска народна банка и на търговски банки. Този начин е приложим за потребители, които имат базови познания за банковата дейност;

- вторият е да се обърнат към финансов консултант. Такива в нашата страна има, но те ограничават дейността си основно до кредитните продукти, предлагани от банките и от небанковите финансови институции;

- третият е да се насочат към експерти от банки. Те най-добре познават условията, предимствата и недостатъците на предлаганите от съответната банка продукти и услуги, но проблема тук е, че е възможно да се опитат да насочат потребителите към банката, в която работят.

Съвсем друг начин за постигане на компетентност е финансовото обучение. То стои в основата на разработваната години наред политика на Европейския съюз, целяща защита на потребителите. Още през 2008 г. в доклада на Европейския парламент относно защитата на потребителите: подобряване на образованието и осведомеността на потребителите в областта на кредитите и финансите са определени няколко мерки, които засягат финансовото обучение, а именно (Европейски парламент, 2008) :

- Най-добрият начин за подобряване на финансовите способности на хората е в училищната програма да бъде включен предмет, който да обхваща финансови въпроси. За да се постигнат най-добри резултати финансовото образование следва да започне от училище и да бъде задължително. Комисията следва да препоръча на държавите-членки да включат финансовото образование в националните си училищни програми.;

- Следва да има специален подход за подобряване на финансовата грамотност на различните социални групи – деца в начални и средни училища, студенти в университети, възрастни, хора с ниски доходи и пенсионери;

- Държавите-членки следва да създадат мрежа за финансово обучение, в която да участват представители както на правителствения, така и на неправителствения сектор, а също така и специално обучени преподаватели;

- Комисията следва да насърчава държавите-членки да въведат финансово образование, което да е специално предназначено за потребители, които са на път да приключат професионалната си кариера или вече са пенсионери. Този въпрос е от решаващо значение, тъй като понастоящем системите за социална сигурност са конструирани така, че рисковете се поемат от гражданите, а не от държавата;

- Комисията следва да създаде бюджетна линия за програми за финансово образование на равнище Европейски съюз. Трябва да бъдат предоставени средства за медийни кампании, чиято цел е да повишат общественото съзнание на потребителите по проблемите, предизвикани от ниското равнище на финансова грамотност.

Видно е, колко дългосрочна и сложна е работата по създаване на такива форми на финансово обучение. Но тя е неизбежна, като се има предвид факта, че банките са едни от най-иновативните финансови институции. Изправени пред сериозната конкуренция на небанковите финансови институции, банките създават все нови и нови продукти и услуги, които в резултат на на-

предъка в технологиите са и по-сложни.

Държавните институции, които би следвало да се ангажират дългосрочно с работата по финансово обучение на потребителите са Министерство на финансите, Комисията за финансов надзор и Българска народна банка.

През 2014 г. Министерство на финансите проведе информационна конференция на тема „Защита на потребителите на финансови услуги: предизвикателства и перспективи пред България, произтичащи от новата правна рамка на Европейския съюз“ (Министерство на финансите, 2014). Един от докладите в конференцията засяга въпроса за повишаване на финансовата грамотност. В този доклад се посочва, че нашата страна стартира подготовка на Национална стратегия за повишаване на финансовата грамотност и в нейната подготовка ще участват представители на държавните институции, надзорните органи, неправителствени организации, браншови организации, както и академичните среди. Такава стратегия все още не е представена на обществото.

С цел повишаване информираността и финансовата грамотност на потребителите Комисията за финансов надзор, която регулира небанковите финансови институции, разработва през 2012 г. Програма за защита на потребителите на небанкови финансови услуги и повишаване на финансовата грамотност с диапазон на действие 2012 г.–2015 г. (Комисия за финансов надзор, 2012). В тази програма на основата на направен анализ на състоянието в областта на защитата на потребителите и на финансовата грамотност, се поставят цели, набелязват се мерки и действия не само за защита на потребителите на небанкови финансови услуги, но и за повишаване нивото на финансовата им грамотност. Това е добра инициатива, но програмата приключва през 2015 г., а на сайта на Комисията за финансов надзор, на страницата за потребители присъстват само отделни рубрики, като предупреждения (основно относно инвестициите в ценни книжа), публикации (основно относно пенсионното осигуряване), често задавани

въпроси, статистическа информация и образователни инициативи. Тези образователни инициативи касаят учениците от икономическите училища в страната, учители, журналисти, служители от системата на МВР и други такива, т.е. не осигуряват грамотност за значителната част от потребителите на застрахователни, пенсионно-осигурителни услуги и инвестиции в ценни книжа. Отчет на програмата не е известно да е направен. Нова програма, която да продължи тази от 2012-2015 г. и да я надгради не е разработена.

През 2013 г. Комисията за финансов надзор стартира и Ден на отворените врати (Комисия за финансов надзор, 2013), част от глобалната инициатива Child and Youth Finance International, поета от близо 80 държави от цял свят и насочена към младите хора и тяхното финансово образование. Тази инициатива е проведена два пъти – през 2013 г. и през 2015 г. От достъпната информация става ясно, че това обучение е предназначено за учениците в специализираните гимназии по финанси и за студентите по финанси. Пак с цел повишаване на знанията на потребителите, Комисията за финансов надзор създава интернет страница „Твоите финанси“, от която потребителите могат да черпят актуална и достъпно поднесена информация за предлаганите на пазара небанкови финансови продукти и услуги.

Другата институция, която има пряко отношение към финансовата компетентност, вече на потребителите на банкови продукти и услуги, е Българска народна банка. През последните години Българска народна банка публикува на интернет страницата си полезна за клиентите на банките информация и то основно за жилищните кредити, които доведоха до затруднения много клиенти след 2008 г.:

- Становище на Европейския банков орган относно добри практики за отговорно отпускане на ипотечни кредити;

- Становище на Европейския банков орган относно добри практики за работа с кредитополучатели със затруднения при погасяване на ипотечни кредити.

Друга полезна инициатива на Българска народна банка е осъществена през 2012 г. Банката разработва информация за клиенти на финансови продукти и услуги под формата на наръчник (Българска народна банка, 2012). В него банковите продукти и услуги, които най-често ползват потребителите са описани, изброени са необходимите документи, таксите, допълнителните услуги, които могат да се получат и основни препоръки. Експертите от Българска народна банка са преценили, че най-често потребителите ползват банкови сметки, банкови карти, депозити, кредити и т.нар. дистанционни услуги. Затова те именно са включени в наръчника.

Сравнявайки дейността на двете надзорни институции (Комисията за финансов надзор и Българска народна банка) можем да направим извода, че и двете осъзнават необходимостта от финансово обучение на потребителите на финансови услуги, за да станат те толкова компетентни, че да вземат успешни решения. Прави впечатление обаче, че инициативите на Комисията за финансов надзор са повече и обхващат по-широк кръг потребители в сравнение с тези, на Българска народна банка.

Положителен момент в банковия сектор е това, че някои търговски банки в нашата страна също работят активно за повишаване на финансовата грамотност на потребителите, като се стремят да им предоставят полезна и на достъпен език информация. Внимание заслужава речникът на термините, разработен от Банка ДСК (Банка ДСК, 2017). ПроКредит банк обучава потребителите чрез Ръководство за потребителя, в което са обяснени с примери някои от основните банкови операции – преводи, откриване на сметки, настройки и други (ПроКредит банк, 2017) . Не може обаче да се постави знак на равенство между информацията и финансовото обучение. Тя е само една от формите за ограмотяване на потребителите, наред с финансовото обучение и консултантите на място в банки, но е крачка напред от страна на банките.

По отношение защита интересите на потребителите на финансови услуги и повишаването на тяхната финансова грамотност внимание заслужава работата на Фондация „Инициатива за финансова грамотност“ , която през 2014 г. изготви подробен анализ на финансовата грамотност в нашата страна и го публикува в Бяла книга за финансовата грамотност в България (Фондация „Инициатива за финансова грамотност, 2014). Според авторите на книгата, целта на направения анализ е „да представи изчерпателна картина на активностите и основните „играчи“ в областта на финансовата и по-общо икономическата грамотност в страната, да очертае тенденциите и да даде препоръки за бъдещи насоки на интервенциите“. Може да се каже, че това е най-изчерпателния анализ на финансовата грамотност у нас.

Заключение

Настоящата разработка не изчерпва многото въпроси за защитата на потребителите на финансови продукти и услуги, част от която е политиката за повишаване на финансовата им компетентност. Целта на автора е да се акцентира върху компетентността на потребителите и да се проследят действията на различните институции в нашата страна, които да подпомогнат възвръщане на доверието между банките и потребителите на банкови продукти и услуги. А въпросът за доверието стои и пред другите небанкови финансови институции – застрахователни компании, пенсионно - осигурителни компании и инвестиционни дружества. Факт е, че положителни законодателни промени и практики не липсват. Това, което още трябва да се направи е да се подготви една отговорна национална стратегия за защита на потребителите (част от която е компетентността им) и в нея да се набележат целите и задачите и да се определят функциите на всички институции, които следва да се ангажират с тяхната реализация.

Литература

Данева, Ив., 2016, *Капиталовото осигуряване за адекватни и устойчиви пенсии*, ИК СТИЛУЕТ.

Стефанова П., 2000, *Банки и кредитно посредничество*, С., Тракия.

Многоезична енциклопедия. Многоезична енциклопедия в интернет, достъпен на: <http://www.dumite.com/9/>, последно посетен на: 14.07.2017.

Долчета, достъпен на: <http://www.dolce-ta.eu>, последно посетен на: 14.07.2017.

Consumer classroom, достъпен на: <http://www.consumerclassroom.eu>, последно посетен на: 14.07.2017.

Европейски парламент. *Европейска програма за потребители (ЕПП)*, достъпен на: www.europarl.europa.eu/atyourservice/bg/display_Ftu.html?ftuld=FTU_5.5.1.html, последно посетен на: 14.07.2017.

Световна банка. *Диагностичен преглед на защитата на потребителите и финансовата им компетентност. Основни констатации и препоръки*, достъпен на: http://siteresources.worldbank.org/INTECAREGTOP-PRVSECDEV/Resources/Bulgaria_CP_Voll_Bg.pdf, последно посетен на: 14.07.2017.

Закон за защита на потребителите и за правилата за търговия. Д ъ р ж а в е н вестник, бр. 30 от 2 април 1999 г. Законът действа до 10 юни 2006 г.

Закон за защита на потребителите. чл. 1, ал. 1. Д ъ р ж а в е н вестник, бр. 8 от 24 януари 2017.

Министерство на икономиката. Сдружения на потребителите, достъпен на: <https://www.mi.government.bg/bg/themes/sdrujeniya-na-potrebitelite-326-325.html>, последно посетен на: 14.07.2017.

Европейски парламент. *Доклад на Европейския парламент относно защитата на потребителите: подобряване на образованието и осведомеността на потребителите на кредитите и финансите*, достъпен на: www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0393+0+DOC+XML+VO//BG, последно посетен на: 14.07.2017.

Министерство на финансите. *Електронна книга „Защита на потребителите на финансови услуги: предизвикателства и перспективи пред България, произтичащи от новата правна рамка на ЕС“*, достъпен на: www.minfin.bg/page/939, последно посетен на: 14.07.2017.

Комисия за финансов надзор. *Програма за защита на потребителите на небанкови финансови услуги и повишаване на финансовата грамотност*, достъпен на: <http://www.fsc.bg/bg/za-potrebitelya/programa-za-zashtita-na-potrebitelite-na-nebankovi-finansovi-uslugi-i-povishavane-na-finansova-gramotnost/>, последно посетен на: 14.07.2017.

Комисията за финансов надзор. Ден на отворените врати, достъпен на: <http://www.fsc.bg/bg/novini/kfn-predstavi-sayt-za-finansovo-obuchenie-v-denyu-na-otvorenite-vrati-3435.html>, последно посетен на 14.07.2017.

БНБ. Информация за финансови продукти и услуги, достъпен на: www.bnb.bg/bnweb/groups/public/documents/bnb_download/bs_cust_info_pdf_bg.pdf, последно посетен на: 14.07.2017.

Банка ДСК, достъпен на: <http://on.fb.me/1mYH1ht>, последно посетен на: 14.07.2017.

ProCredit Bank Bulgaria, достъпен на: <https://probanking.procreditbank.bg/pdf/probanking%20-%20user%20manual.pdf>, последно посетен на: 14.07.2017.

Фондация „Инициатива за финансово грамотност“. *Бяла книга за финансовата грамотност в България.*, достъпен на: <http://www.financialliteracy.eu/>, последно посетен на: 14.07.2017.

ФРУСТРАЦИЯ ПРИ ИЗПОЛЗВАНЕ НА ПРОГРАМИ ЗА КЛИЕНТСКА ЛОЯЛНОСТ – ХАРАКТЕРИСТИКА И ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА МИНИМИЗИРАНЕ

Иван Боевски¹

Нов Български Университет

Резюме: Лоялността на клиента и неговото активно ангажиране към и с бранда и/или организацията все повече се превръщат в значим техен актив. За да се постигне лоялност, ангажираност и удовлетвореност на клиента, програмите за клиентска лоялност се превръщат в много важен инструмент на CRM на фирмата. Клиентската фрустрация от използването на програми на клиентска лоялност води до негативни ефекти върху клиентското поведение на купуване и, както

и до негативни резултати върху печалбата на организацията. В настоящата статия аз осветлявам като важни детерминанти на клиентската фрустрация от използване на програми за клиентска лоялност техния конкретен дизайн и тип от една страна и качеството на обслужването от друга.

Ключови думи: фрустрация, клиентска ангажираност, програми за лоялност, CRM, доверие

CUSTOMER LOYALTY PROGRAMS – FEASIBILITY, ELEMENTS AND SIGNIFICANCE

Ivan Boevsky

New Bulgarian university

Abstract: Customer loyalty and engagement to the brand and/or company becomes an increasing company asset. To keep this situation the enterprises began to use as an important CRM tool a customer loyalty programs. Customer's frustration of the using of loyalty programs has a negative effect on the customer buying behavior and the organization's prof-

it. In this paper I highlighted as very important determinants of customer frustration of using customer loyalty programs their concrete design and their type as well as their service.

Keywords: Frustration, Client's Engagement, Loyalty Programs, CRM, Trust

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 24–30

¹ Доцент, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: ivan.boevsky@gmail.com

1. Въведение

Програмите за клиентска лоялност се утвърдиха през последното десетилетие в нещо като стандарт от една страна, както и в институционализирана форма за обвързване и ангажиране на клиентите от друга. Този инструментариум се използва вече не само и предимно от глобалните компании, както това се случваше в началото на 90-те години на 20 век, но и от малките и средните предприятия, опериращи в Северна Америка и Европейския Съюз (Henderson, C. M.; Beck, J. T.; Palmatier, R. W., 2011), (Hoffmann, A., 2008), (Kivetz, R.; Simonson, I., 2002). По наблюдения на автора това е вече факт и за България. В момента програмите за клиентска лоялност се използват от организации, опериращи в различни браншове, но най-често, това са предприятия от сферата на търговията и услугите (Götz, O.; Hoffmann, A.; Scheer, B.; Naß, S.; Göhlich, F., 2007), (Ferguson, R.; Hlavinka, K., 2007). Всичко това води до състояние, при което дори при почти всяка транзакция, която клиентът извършва, той би могъл, ако желае, да ползва клиентска карта от програма за клиентска лоялност на съответното предприятие. Така клиентът получава (натрупва) активи при бранда и/или бизнес организацията (бонус точки, мили и т.н.), с цел да бъде възмезден за факта, че реализира транзакция при конкретния бранд и/или бизнес организацията. Казано по друг начин: Клиентът получава предимства от бранда и/или бизнес организацията за своята клиентска лоялност от една страна, както и получава възможност да бъде включван в други подобни фирмени начинания, проекти и/или процеси.

В резултат на гореизложеното сме свидетели на свръх предлагане на програми за клиентска лоялност. Според редица изследователи в тази област това би могло да доведе, а много често дори и води до пресищане и фрустрация на клиентите. Фрустрацията съответно намалява тяхната мотивация, от една страна да бъдат активни (лоялни към съответния бранд и/или бизнес организация), а от друга и да използват

този инструмент, което от своя страна води до понижена или дори до липсваща ангажираност на клиентите със съответния бранд и/или бизнес организация (Drèze, X.; Nunes, J. C., 2011), (Drèze, X.; Nunes, J. C., 2009). На този феномен в последните години се посвещават различни изследвания и научни публикации (Henderson, C. M.; Beck, J. T.; Palmatier, R. W., 2011), (Dorotic, M.; Bijmolt, T. H. A.; Verhoef, P. C., 2012), (Tillmanns, S.; Wissmann, J., 2012). На този феномен е посветен и моят труд, където се фокусирам върху отговорите на следните научно-изследователски въпроси:

- Почти повсеместното предлагане на програми за клиентска лоялност фрустрира ли клиентите на конкретния бранд и/или бизнес организация?
- Кои са факторите, които най-често фрустрират клиентите и намаляват тяхната клиентската лоялност и ангажираност към бранда и/или бизнес организацията?
- Какви биха могли да бъдат инструментите за намаляване или преодоляване на клиентската фрустрация?

2. Дефиниране на понятия използвани в настоящата публикация

В практиката и теорията понятието „програма за клиентска лоялност“ се среща под различни различни названия, като най-често използваните са следните:

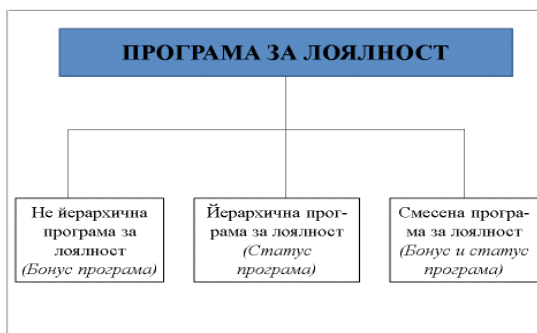
- „клиентска карта“,
- „програма за клиентска карта“,
- „клиентска клубна карта“,
- „клиентска карта“,
- „бонус програма“,
- „бонус карта“ и
- „клубна карта“.

Dorotic (2010, S. 3.) посочва, че в английската теория и практика освен „Loyalty Program“ като синоними се използват следните други понятия „Frequency Reward Program“, „Bonus Card“ или „Advantage Card“. В моята разработка под понятието „програма за клиентска лоялност“ влагам следното разбиране: *Програмата за клиентска*

лоялност представлява интегриран CRM инструмент, който би трябвало да обвърже клиента към организацията/бренда. Това обвързване се извършва чрез участие на клиента в програмата и предоставяне на него на специална мотивация чрез нея.

В литературата се разглеждат предимно два типа програми за клиентска лоялност, но практиката реално използва три типа, затова аз по долу на фигура 1 съм разграничил и визуализирал съответно три типа. *Не йерархичната програма за клиентска лоялност* се характеризира преди всичко с икономически (материални/осезаеми) ползи (различни видове бонуси), които се предоставят на лоялния клиент, в противовес на *йерархичната програма за клиентска лоялност*, която предоставя предимно психологически ползи (определени статуси) на лоялния клиент. *Смесената програма за клиентска лоялност* съчетава в себе си определен микс от първите два типа, в зависимост от конкретния регион и клиентска култура и манталитет на купуване.

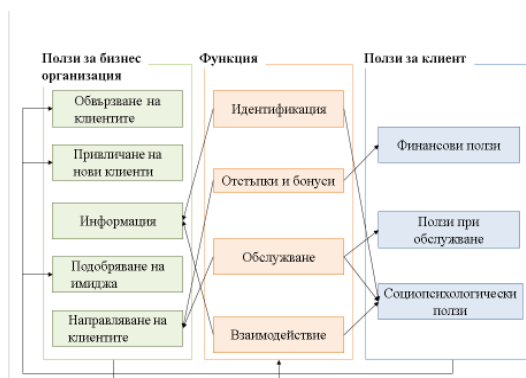
Програмите за клиентска лоялност предоставят на организациите собственици на програмата за лоялност и на лоялните клиенти определени предимства, които съм визуализирал на фигура 2.



Фигура 1: Типове програми за клиентска лоялност

Понятието „фрустрация“, въпреки че произхожда и се употребява за първи път в психологията, за CRM и програмите за клиентска лоялност има интердисциплинарен характер и е необходимо в този смисъл да бъде дефинирано. Понятието, първоначално особено много, се използва в английската

литература, от където в последствие навлиза и в германоезичната, а след това и в други езици. Berkowitz (1989, S. 60), в тази връзка, анализирайки използването на понятието „фрустрация“ стига до заключението, че най-често самите автори не знаят, какво точно влягат в това понятие.

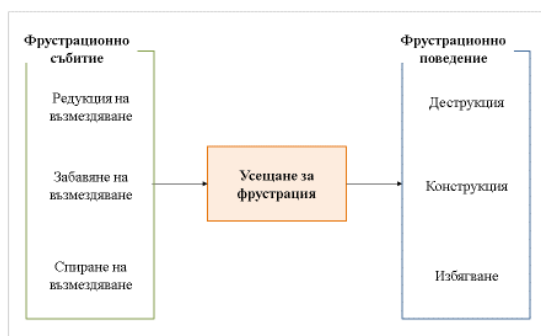


Фигура 2: Ползи за организацията и за клиента от прилагане на програма за клиентска лоялност

На основата на разработката на Stauss (2004) конструирам следната работна дефиниция: *Фрустрация означава усещането за негативна емоция, породена от редуциране, забавяне или възпрепятстване на постигането на поставена цел, която е обусловена от спецификата на отделния индивид и от спецификата на конкретния контекст и се изразява в деструктивно, констуктивно или възпрепятстващо поведение.*

При неадекватен дизайн (твърде йерархична структура, твърде кратки срокове за възмездяване, твърде високи прагове за достигане, при които се получава възможност за възмездяване и др.) на програмата за клиентска лоялност би могло да се стигне до прекалено трудно достигане на целите, които си е поставил клиентът, което рефлектира във фрустрация. Детерминантите на този процес и съответното фрустрационно поведение съм визуализирал на фигура 3. Тъй като, както вече стана ясно от гореизложеното, конкретния дизайн на съответната програма за клиентска лоялност е особено важен, в следващото изложение накратко ще дам стандартните елементи на програма за клиентска лоялност.

² Доразвита по Leenheer et al. (2007, S. 32).



Фигура 3: Процес на фрустрация при използване на програми за клиентска лоялност

3. Елементи на дизайна на програмата за клиентска лоялност

Kumar, V. & Reinartz, W. (2012) идентифицират следните основни елементи в съдържанието на програмата за клиентска лоялност и декомпозират петте основни съдържателни елемента в поделемента, които представям по долу:

1. Структура на възнаграждаване

1.1. Твърдо и меко възнаграждаване

1.2. Условия за подпомагане на продукта на предприятието (избор на възмездяване)

1.3. Предпочитана/изявена/изказана ценност на възмездяването

1.4. Степен на възмездяване

1.5. Начин/обвързаност на възмездяване

1.6. Синхронизиране на възмездяване.

1.7. Възмездяване основано на специфични критерии

2. Изисквания за участие

2.1. Доброволно или автоматично записване

2.2. Отворена или затворена клиентска лоялност

2.3. Автоматично или ръчно акумулиране на клиентски активи към организацията (точки, мили и т.н.)

3. Модели на клиентска лоялност

3.1. Самостоятелни клиентски карти

3.2. Свързване на клиентски карти с кредитни/дебитни карти

4. Спонсорство

4.1. Единична програмата за клиентска лоялност

4.2. Мултифирмени програми за клиентска лоялност

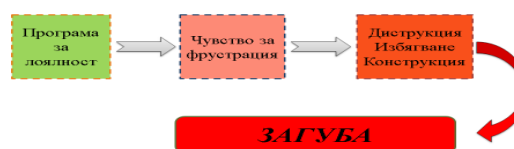
4.3. Програма за клиентска лоялност в един или в повече сектори

5. Разходи и приходи от програма за клиентска лоялност

Разходите и приходите от провеждане на програма за клиентска лоялност показват баланса за организацията/бренда собственик на програмата за клиентска лоялност. Важно е в края на всеки период, балансът за организацията/бренда собственик на програмата за клиентска лоялност да бъде положителен. В противен случай, ако този негативен баланс се задържи твърде дълго, програмата за клиентска лоялност е под заплаха от прекратяване, поради незадоволителни резултати (не постигане на целта).

4. Резултати от клиентска фрустрация при използване на програми за клиентска лоялност

По долу съм схематизирал процеса и резултата (виж фигура 4) от използване на програми за клиентска лоялност, които съответната програма би могла да предизвика върху клиентското поведение и върху резултатите на организацията/бренда собственик на клиентската програма за лоялност.



Фигура 4: Финансов резултат от клиентска фрустрация за организация собственик на програма за клиентска лоялност

Изследванията показват, че фрустрацията се получава значително по-често при клиенти, използващи йерархични програми за клиентска лоялност в сравнение с клиенти използващи не йерархични или смесени програми за лоялност. Тъй като фрустрацията е нежелан феномен за всяка една органи-

зация собственик на програма за лоялност е необходимо да бъдат идентифицирани факторите, водещи до нейното недопускане. За това по-долу ги коментирам накратко.

5. Фактори, влияещи върху ефективността на програма за клиентска лоялност

Някои от основните фактори, които влияят върху ефективността на програмата за клиентска лоялност са:

1. Характеристика на дизайна на програмата за клиентска лоялност

1.1. Релевантни ли са за клиенти – Необходимо е да се отговори на въпроса: Предоставят ли те достатъчно ползи на лоялния клиент?

1.2. Релевантни ли са за фирма - Необходимо е да се отговори на въпроса: Предоставят ли те достатъчно ползи на организацията използваща съответната програма за клиентска лоялност?

2. Съответствие между стратегията на организацията/бренда и стратегията на програма за клиентска лоялност. Това означава да се отговори на въпроса: Отговаря ли програмата за клиентска лоялност на фирмена стратегия и цели?

3. Характеристика на клиента – необходимо е да се отговори на въпроса: Дава ли програмата за клиентска лоялност достатъчна и надеждна информация да се изгради задълбочен профил на поведението на купуване на лоялния клиент?

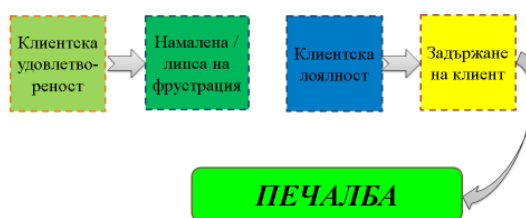
4. Характеристика на организацията/бренда - необходимо е да се отговори на въпроса: Дава ли програмата за клиентска лоялност възможност на основата на задълбочения профил на поведението на купуване на лоялния клиент да се влияе върху него и да се повишава неговата клиентска ангажираност и лоялност, чрез предоставяване на допълнителни ползи и индивидуализиране на предлагането към съответния клиент?

5. Предоставяне на конкурентни предимства - на основата на гореизложените фактори е необходимо да се даде много точен и измерим отговор на въпроса: Предоставя ли и ако да, до каква степен програмата

за клиентска лоялност конкурентни предимства на организацията използваща програмата за клиентска лоялност?

6. Резултати от възторжени и доволни клиенти при използване на програми за клиентска лоялност

Възторжените и доволни от програмата за лоялност запазват своята клиентска лоялност, увеличават оборотите си със съответната компания/бренд, която е неин собственик. Това от своя страна води до увеличаване на печалбата ѝ, както и възможност за по-точно планиране на продажбите по количество и асортимент с лоялните клиенти. Така се намалява риска и от нереализирани количества и неизползвани производствени капацитети. Схематично този процес и съответен резултат съм дал на фигура 5.



Фигура 5: Финансов резултат от клиентски възторг за организация собственик на програма за клиентска лоялност

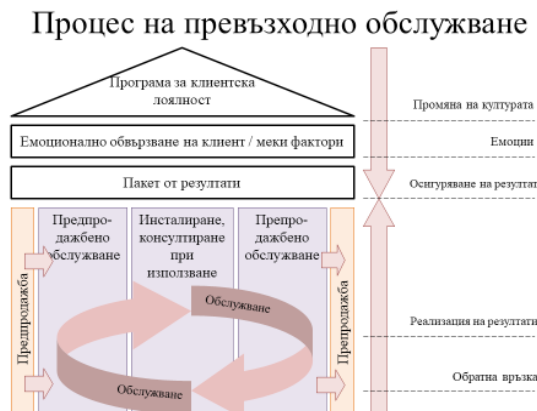
7. Избрани възможности за минимизиране на клиентската фрустрация

Изследванията показват, че фрустрацията се получава значително по-често при клиенти:

- Използващи йерархични програми за клиентска лоялност и
- недоволни от обслужването и продукта, т.е. продукти, които не носят ползи на своите клиенти.

Във връзка с гореизложените факти моето предложение е организацията, използваща CRM и програми за клиентска лоялност, да изработват дизайна на тези програми с минимизиране на йерархичните елементи или комбинирането им с преобладаващи не йерархични елементи от една страна и въ-

веждане в организацията на визия за превъзходно обслужване като процес даден на фиг. 6 от друга.



Фигура 6: Процес на превъзходно обслужване и връзката му с програма за клиентска лоялност

8. Обобщение и заключение

Широкото навлизане и използване на програмите за клиентска лоялност доведе до твърдението, че то води много често до пренасищане и фрустриране на клиентите от тях и тяхното активно използване. Чрез моята публикация, търсейки отговори на трите научно-изследователски въпроса, поставени в увода, аз стигнах до заключението, че специфичният дизайн на програмата за лоялност, при които преобладават йерархични елементи, се стига до фрустрация и съответно до загуби за организациите собственици на такива програми за клиентска лоялност. От друга страна недостатъчното и съответно некачествено обслужване на клиентите е другият фактор, който би могъл да доведе до фрустрация на клиентите.

Затова аз предлагам организациите, използващи CRM и програми за клиентска лоялност, да изработват дизайна на тези програми по такъв начин, че да минимизират йерархичните елементи и да въвеждат като фирмена визия превъзходно обслужване. Перманентният мониторинг на комбинацията между дизайн на програма за лоялност, CRM и превъзходно обслужване и съответното им оптимизиране би могло да се пре-

върне във важен фактор за пазарния успех и устойчиво развитие на всяка организация.

Литература

Berkowitz, L. (1989): Frustration-Aggression Hypothesis: Examination and Reformulation, *Psychological Bulletin*, Vol. 106 (1), S. 59-73.

Dorotic, M. (2010): *The Influence of Marketing Instruments and Rewarding on Cardholders' Behavior in Coalition Loyalty Programs*, University of Groningen, Groningen.

Dorotic, M.; Bijmolt, T. H. A.; Verhoef, P. C. (2012). Loyalty Programmes: Current Knowledge and Research Directions, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14 (3), S. 217-237.

Drèze, X.; Nunes, J. C. (2009). Feeling Superior: The Impact of Loyalty Program Structure on Consumers' Perceptions of Status, *Journal of Consumer Research*, Vol. 35 (6), S. 890.

Drèze, X.; Nunes, J. C. (2011). Recurring Goals and Learning: The Impact of Successful Reward Attainment on Purchase Behavior, *Journal of Marketing Research*, Vol. 48 (2), S. 268-281.

Götz, O.; Hoffmann, A.; Scheer, B.; Naß, S.; Göhlich, F. (2007). Kundenkartenprogramme als Instrumente des wertorientierten Kundenmanagements. in: Krafft, M.; Kling-sporn, B. (Hrsg.). *Kundenkarten. Kundenkartenprogramme erfolgreich gestalten*, Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt, Düsseldorf, S. 6.

Henderson, C. M.; Beck, J. T.; Palmatier, R. W. (2011). Review of the Theoretical Underpinnings of Loyalty Programs, *Journal of Consumer Psychology*, Vol. 21 (3), S. 256-276.

Hoffmann, A. (2008). *Die Akzeptanz kartenbasierter Kundenbindungsprogramme aus Konsumentensicht. Determinanten und Erfolgswirkungen*, Gabler, Wiesbaden, S. 4.

Ferguson, R.; Hlavinka, K. (2007). The COLLOQUY Loyalty Marketing Census: Sizing up the US Loyalty Marketing Industry, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 24 (5), p. 315.

Kivetz, R.; Simonson, I. (2002). Earning the Right to Indulge: Effort as a Determinant of Customer Preferences toward Frequency

Program Rewards, *Journal of Marketing Research*, Vol. 39 (2), S. 155-170.

Kumar, V.; Reinartz, W. (2012). *Customer Relationship Management – Concept, Strategy and Tools*, Springer Verlag Berlin Heidelberg, pp. 183-277.

Leenheer, J.; van Heerde, H. J.; Bijmolt, T. H. A.; Smidts, A. (2007): Do Loyalty Programs Really Enhance Behavioral Loyalty? An Empirical Analysis Accounting for Self-Selecting Members, *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 24 (1), S. 31-47.

Stauss, B. (2004): Kundenfrustration: Zur Marketingrelevanz der Frustrationstheorie. in: Wiedmann, K.-P. (Hrsg.): *Fundierung des Marketing. Verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse als Grundlagen einer angewandten Marketingforschung*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, S. 63-86.

Tillmanns, S.; Wissmann, J. (2012). Kundenbindungsprogramme: State of the Art und Forschungsperspektiven, *Marketing, – Zeitschrift für Forschung und Praxis*, 34. Jg. (3), S. 227-244.

АНАЛИТИЧЕН ОБЗОР НА АКТУАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ В БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА

д-р Емил Калчев¹

Нов Български Университет

Резюме: В съответствие с тенденциите в ЕС и страните от Централна и Източна Европа, българската икономика се намира в подем. Брутният вътрешен продукт расте отвъд очакванията в среда на снижаваща се безработица и зараждаща се умерена инфлация, въпреки изборната ситуация в страната от есента на миналата година май 2017 г. и несигурната външна среда. Продукцията на индустрията и строителството растат, както и оборотите им. Търговията на вътреш-

ния и външния пазар също регистрира растящи обороти. Нещо повече, кредитирането расте за осми пореден месец според последни налични данни към юли 2017 г, след повече от две години на спад. То също ще подкрепи растежа на икономиката, която се очаква да продължи ускорения си растеж в идните тримесечия.

Ключови думи: приложна макроикономика, дескриптивен статистически анализ

ANALYTICAL OVERVIEW ON CONTEMPORARY TENDENCIES IN THE BULGARIAN ECONOMY

Emil Kalchev

New Bulgarian university

Abstract: Customer loyalty and engagement to the brand and/or company becomes an increasing company asset. To keep this situation the enterprises began to use as an important CRM tool a customer loyalty programs. Customer's frustration of the using of loyalty programs has a negative effect on the customer buying behavior and the organization's prof-

it. In this paper I highlighted as very important determinants of customer frustration of using customer loyalty programs their concrete design and their type as well as their service.

Keywords: Frustration, Client's Engagement, Loyalty Programs, CRM, Trust

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 31-36

¹ Chief Assistant, PhD., Department of Economics, New Bulgarian University, email: e.kalchev@nbu.bg

Real GDP growth in Bulgaria reached 3.9% yoy in Q1 2017¹, overshooting the result from 2016 (3.4% yoy) and staying in line with the positive growth trend in CEE countries. Nevertheless, growth happened despite the transitory electoral situation since autumn 2016, which led to weaker investments due to political uncertainty among private investors, weak absorption of EU funds, and limited number of public investment projects. Otherwise, based on rapidly growing average salaries, low interest rates on deposits and credits, and rebounding inflation household consumption soared against the background of diminishing net export. On the other hand, the gross state budget accumulated a significant surplus, despite the annual decrease in revenues and increase in expenditures. The sound public finance is supported by solid monetary environment, since the coverage of the monetary base with FX reserves is high whereby currency board and banking system remain stable. Lending expanded in year-on-year terms while the share of non-performing and restructured loans stays relatively high, despite the smooth tendency of decline. Political setting is dominated by the external environment, which in general will remain as a source of risk (military conflicts, refugees, etc.). Internal political situation seems to be stable undergoing a typical summer lull disturbed by insignificant political scandals. In particular, the preparations for the Bulgaria's EU Presidency also play a crucial role for the internal political situation in the country.

Political Environment in Brief

Snap general elections were prepared and conducted in Q1 2017, which were marked by a fierce rivalry between GERB (Citizens for European Development of Bulgaria) and BSP (Bulgarian Socialist Party) for the leading political position. Indeed, their results were quite close to each other. As a result, a new coalition government of GERB and the United Patriots took office in May, which seems to remain stable in the middle term. Generally, the governing style is expected to be similar to the one of the previous GERB coalition: balancing

between the internal and external hubs of power and postponing needed radical structural reforms (judiciary, energy sector, education, pensions, healthcare, etc.). A strong political and economic potential for Bulgaria comprises the Bulgarian EU Presidency from 1 January 2018, which are in intensive preparation by the government. External political environment remains turbulent: ISIS, refugees, terror attacks in Europe, radicalization of neighboring Turkey, Brexit, Russia sanctions, etc.

From External to Internal Driven Growth Model

In Q1 2017, real economic growth reached 3.9% yoy. On the demand side, the positive influence of the external demand on the GDP growth became weaker unlike all quarters of 2016. As a result, the net export decreasing by 1.7% yoy in real terms registered a negative contribution of 3.0pp to the dynamics of the GDP. When it comes to the internal demand, the positive impact to the growth of the economy was given by the final consumption (5.7pp) as well as by gross investments (0.9pp).

Out of the GDP components, the import of goods and services grew by 10.1% compared to Q1 2016, while the export increased by 5.8% yoy. In fact, this was just the opposite dynamics to the one acting during the last year. In turn, final consumption increased by 6.8% yoy and gross investment by 5.1% yoy.

On the supply side, in Q1 a solid contribution to the GDP growth came, as expected, from the services sector (3.2pp), followed by the industry (0.7pp) while the agriculture remained flat (0.0pp). In the services sector, governmental services, health, education and social work (0.9pp), operations with real estate (0.7pp), and trade and repair of motor vehicles, hotels and restaurants (0.6pp) shore up the growth of the sector most intensively. They were followed by the financial and insurance activities (0.5pp.), scientific research (0.3pp.), and creation and dissemination of information (0.1pp). These facts reflect what happened in the country in Q1 2017: elections, more intensive purchases of real estate and motor vehicles due to considerable available savings, drop of loans and de-

¹ *Yoy* stands for year-on-year. *Q* means quarter.

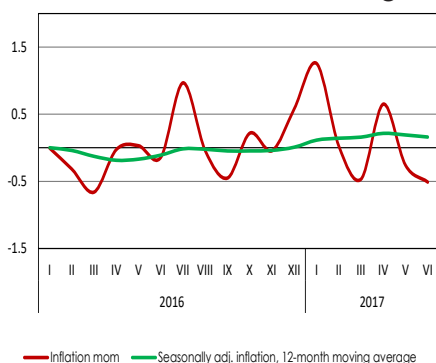
posits interest rates, and insufficient investment opportunities in the country.

Compensation of the labour employed registered 8.7% yoy rise within the nominal GVA growth of 5.9% yoy in Q1. In this context, gross operating surplus, which is an indicator for firms' production activities, slowed its growth to 2.1% (5.0% yoy in Q4 2016).

For the entire 2017, 3.7% GDP growth is forecasted, driven mainly by the consumption and to a lesser degree by the investment, which will be expectedly detained due to tight EU funds absorption and weak public investment. The latter was a consequence of the electoral situation in the country ended with the inauguration of the new government in May. In turn, the consumption will be supported by growing salaries, lower interest rates on deposits and loans, and rebounding inflation.

Reflecting the positive dynamics of the GDP in Q1, the employment rate rose by 1.5pp yoy to a level at 50.0%. Otherwise, the unemployment rate decreased by 1.7pp to 6.9%. Both indicators are anticipated to further improve in the coming quarters of 2017.

CPI registered 0.3% monthly deflation in May; since the beginning of the year, however, accumulated inflation of 1.2% was registered.²



Graph 1. CPI index dynamics (pp)

Source: NSI

The deflationary pressure weakened, reflecting the ECB policy and higher electricity prices. The European Central Bank (ECB) has left its policy regarding interest rates and quantitative easing unchanged. The president of the ECB Mr. Mario Draghi stated that more time and persistence is needed to reach the inflation target of 2.0%, which in turn will impact wages

and prices to rise accordingly. For now inflation is retained by the weak oil prices and the strong euro. According to ECB's forecasts, inflation within the Euro-area is expected to reach 1.6% in 2019. Prospects of reduced monetary stimulus are forcing financial markets to stay tense with current shifts being the appreciation of the EUR against the USD and the decrease of the yield for ten-year German benchmark government bonds. The first official decision regarding the future of the monetary policy path is expected to be announced in September.

Growth in Industry, Construction and Domestic Trade

In May 2017, the industrial output index rose to 115.1, or by 4.9% in comparison to April. Moreover it increased significantly by 11.2% compared to May 2016. Despite the fluctuating month-on-month index dynamics, its 12-month moving average increased to a level of 115p, which is slightly higher than in April (114p). The annual growth of the industrial production was logically due to the increase of contracting long term assets acquisition in the industry last year and the increased trust in the branch by 2.7 yoy in May. By components, the annual development was due to stronger manufacturing output by 15.8% yoy and mining industry production by 7.2% yoy, against the background of lower electricity, heat and gas production by 3.9% yoy. Within the manufacturing industry, stronger annual increase registered: the metal products production (40.3% yoy), machinery and equipment (37.4% yoy), computers and communication goods (17.2% yoy), healthcare products (17.0% yoy), etc. Not only was there a significant annual growth in industry but also its turnover soared in May – overall by 15.6% yoy. While the internal market sales rose by 11.2% yoy, these in the international market reached 21.5% yoy.

In line with the upward trend, the pace of expansion in construction accelerated to 14.0% yoy in May (-2.2% in April). The growth was driven by the increase of building construction by 21.1% as well as by the civil and engineering construction by 5.9%. The excellent performance of building construction, growing sus-

² This paper refers to tendencies according to last available data as of July 2017. Hence, it could take account.

tainably over five consecutive months, marked a resurrection within this segment after enduring a recession for thirteen months straight. On the other hand, civil and engineering construction was functioning beneath its capacity due to a weak absorption of European funds and weak public tenders in the last half year – as the government came into power in May. During the next months we expect an increase in civil and engineering construction based on the background of sustainable growth in building construction segment.

The turnover of the domestic trade also increased in May by 4.4% yoy, driven by the growth in the retail trade segment by 6.3%, in automobiles and motorcycles sales by 5.3%, and in the wholesale trade by 3.5%. Looking back, retail trade has the most stable tendency increasing steadily for 16 months straight.

The business surveys of the National Statistical Institute among the sectors of the economy show increasing dynamics of the general business climate indicator in May compared to April. Concerning the industry, the forecasts of the production activity over the next three months remain more reserved as a consequence of the uncertain economic environment and labor shortage. The assessments of the construction entrepreneurs on the construction activity over the next three months are, however, more optimistic. Obstacles for the sector's development, beside the uncertain economic environment, are the competition in the branch and labor shortage. In turn, retailers share increased optimism about sales and orders (internal and external). As main factors limiting the activity in the branch retailers point out the competition, the insufficient demand and the uncertain economic environment. On the other hand, the indicator for the business climate in the service sector increased as well. Also the tendency for demanding services is estimated as improving. The competition and the uncertain economic environment remain the most serious obstacles for the services business. In all sectors no price changes are expected over the next three months.

Sound Financial Environment

Based on statistics from May 2017, the gross foreign debt declined to EUR 34.2 bn,

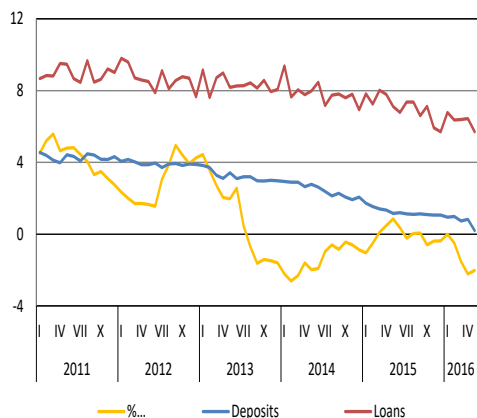
which was by EUR 599.0 mn less compared to April 2016. The largest part in its structure, the intercompany loans had a relative share of 35.4%, shrinking by 1.3pp yoy. The volume of 'other sectors' loans were 32.8% of the gross foreign debt, which was by 0.7 pp lower than the previous year share. The government debt takes the third position with a share of 18.8%, recording a decrease of 0.3 pp. External liabilities of the banking sector were in fourth position in the gross foreign debt structure. They increased by 2.3 pp yoy up to 13.0%. In other words the decrease of the gross foreign debt was driven by the dynamics of the intercompany loans, other sectors and government debt (total of EUR -1.3 bn.) while external bank liabilities counteracted to this trend with an increase of EUR 726.0 mn.

As of May 2017, the gross state budget accumulated a solid surplus of BGN 1.7 bn, which, however, was significantly smaller than those for the same period of 2016 (BGN 2.8 bn). Gross revenue and grants, collected by the state for the first five months of the year, amounted to BGN 14.7 bn (decrease by 0.9% yoy), while total expenses (including the contribution to the EU budget) reached BGN 13.0 bn (7.9% growth). The decrease in revenues was a result of tax contributions of 5.9pp, on the background of -6.8pp contribution of grants due to extremely weak EU funds absorption, while non-tax revenues remained flat (0.0pp). Subsidy expenses (2.3pp), social expenses (2.2pp), maintenance expenses (1.2pp), expenses for salary and remuneration (1.1pp), government insurance of civil servants (1.0pp), etc. had a positive impact, while capital expenses (-0.5pp) a negative one to the dynamics of total expenditures within the gross state budget.

FX reserves increased slightly by BGN 63.5 on a monthly basis in May, while the coverage of the monetary base enlarged by BGN 191.1 mn. Due to these two affects the FX coverage of the monetary base diminished insignificantly by 0.9pp to 166.6%. This high coverage ensures sufficient stability of the currency board agreement, as for its smooth functioning 100% coverage is required. The reason for

the enlarged monetary base was the increase in both monetary base by BGN 48.7 mn and liabilities to banks by BGN 72.8 bn. On the other hand, broad money (M3) rose by BGN 729.1 mn which in consequence narrowed, however, their coverage with FX reserves only very slight: by 0.4 pp up to 57.6%, due to the rise in the FX reserves.

The monetary statistics of the BNB reported again, for the eight consecutive month, a rise in lending - by 4.3% in May. When it comes to loans to non-financial enterprises they marked a surge of 3.3% yoy, while loans to households stepped up by 5.8% yoy.



Graph 2. Average interest rates on loans and deposits (% p.a.)

Source: BNB

In May, the relative share of non-performing and structured loans (NPLs), excluding overdrafts, narrowed its level by 0.2pp compared to April to the after all high level at 19.2%. However, it was by 3.3pp lower than in May previous year. NPLs concerning households were at 13.9% (-3.2pp yoy) in May 2017, while those of the non-financial enterprises took a more significant share of 23.8% (-3.2pp yoy).

Similar to loans deposits rose again by 7.1% yoy, with household deposits increasing by 6.1% yoy and those of non-financial enterprises by 9.6% yoy. The rigid sustainable growth of firms' deposits is an indicator of a relative tough investment process within corporations.

In May, the average nominal interest rates were close to their levels in April. Hence, the

average interest rate on deposits stayed at 0.3% p.a., while on loans it declined by 0.2pp to 5.0% p.a. As a result wanking sector margin tightened insignificantly to 4.7pp (4.9pp for April).

A few factors impacted the profitability of Bulgarian banks. First, the core funding price on average dropped sharply for all deposit categories in all currencies. Similar developments were also observed in average lending rates. Second, the credit risk considerations continued to set trends in the banking sector performance. The volume of NPLs (within the loans issued to the real economy) decreased moderately. Moreover, the 2016 Asset Quality Review (AQR) and stress test exercises confirmed (with modest transparency though) that the banks' capital positions are stable and the sector's ability to absorb shocks within unfavorable market conditions is adequate. The impetus to market consolidation, and partially clean-up, was preserved. In particular, the deal for the acquisition of the United Bulgarian Bank, a subsidiary of the National Bank of Greece, by the KBC Group was announced and is expected to be closed in Q2 2017. Furthermore, the sale of Victoria bank to private investors (a failed CCB bank subsidiary, 100% of equity to be sold) is expected to be closed in 2017. Following the merger between the Alpha Bank branch and Eurobank EFG, the number of banks operating in Bulgaria decreased to 27.

External Environment

In May, the current account went positive amounting to EUR 210.6 mn, while in May 2016 it registered a negative balance of EUR 5.7 mn. This dynamic was a result of improved balances in year-on-year terms of the primary income (from EUR -85.0 mn in May 2016 to EUR 50.7 mn in May 2017), trade balance (from EUR -213.2 mn to EUR -134.8 mn) and secondary income (from EUR 130.1 mn to EUR 165.2 mn). On this background, there was deterioration in the balance of services (from EUR 162.3 mn to EUR 129.4 mn).

The foreign direct investments in Bulgaria decreased by EUR 6.2 mn in May 2017 (EUR 130.2 mn for May 2017). Cumulatively, for the first five months of the year they amounted to

EUR 119.8 mn, which in turn was lower than in the same period of the previous year (EUR 525.7 mn).

Consequences and outlook

The real GDP growth for the first quarter of 2017 grew by 3.9% yoy, driven by the consumption. The Bulgarian economy profited from the weaker euro, the low oil prices and excessive supply of money. The consumption-driven growth pattern is expected to sustain further in 2017 and 2018, following the ongoing common growth model in the CEE region. Against the backdrop of booming private consumption net export is expected to become more sluggish, whereas investments are considered to turn positive on the basis of the achieved political stability, resulting in improved administrative capacity for EU funds utilisation, more public investments and positive signals to domestic and international investors. On the other hand, stepping up year on year lending to businesses since in stagnating interest environment also encourage growth and investments. Reflecting the GDP increase, unemployment rate declined by 1.7pp to 6.9% eop in Q1, which usually is the highest quarter rate in the year. The gross state budget accumulated a significant surplus, despite the annual decrease in revenues and increase in expenditures. The coverage of the monetary base with FX reserves was high. Currency board and banking system remain stable. Lending expanded in year-on-year terms. The share of non-performing and restructured loans stays high, despite the smooth tendency of declined. Political setting in 2017 will be dominated rather by the external environment, which in general will remain as a source of risk (military conflicts, refugees, etc.). In particular, the preparations for the Bulgaria's EU Presidency from 1 January 2018 will also play a crucial role for the internal political situation in the country. Moreover, the macro-economic environment was supportive for the banking sector and there were no negative shocks.

References

Bulgarian National Bank, Available at: www.bnb.bg, accessed 2 June 2017.

Ministry of Finance, Available at: www.minfin.bg, accessed 3 June 2017.

National Statistical Institute, Available at: www.nsi.bg, accessed 3 June 2017.

ФАКТОРИНГЪТ ПРИ МАЛКИТЕ И СРЕДНИ ПРЕДПРИЯТИЯ В МЕЖДУНАРОДНИЯ БИЗНЕС

Ирена Николова¹

Нов Български Университет

Резюме: За финансирането на малките и средни предприятия в международния бизнес съществуват редица възможности, които те успешно прилагат. В последните години сключените договори за факторинг постоянно се увеличават както в България, така и в Европа. В изложението са представени два основни въпроса. Първо, разглежда се същ-

ността на факторинга и неговите функции и второ, анализира се ролята на факторинга за малкия и среден бизнес.

Ключови думи: факторинг, малки и средни предприятия, международен факторинг, международен бизнес.

FACTORING FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES IN INTERNATIONAL BUSINESS

Irena Nikolova

New Bulgarian university

Abstract: There are a lot of opportunities for financing of SMEs in international business which they implement successfully. In recent years the signed contracts for factoring have increased gradually in Bulgaria and in Europe. Two main issues are presented in the paper. Firstly, the definition and the functions of fac-

toring are reviewed and secondly, the role of factoring for SMEs is analyzed.

Keywords: factoring, small and medium-sized enterprises, international factoring, international business

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: inikolova@nbu.bg

Малките и средни предприятия, особено в случаите, когато участват активно в международния бизнес, търсят възможности за финансиране, отговарящи на тяхната дейност и условията в бизнес средата. Факторингът не е нова форма на финансиране на фирмите, но през последните години, особено след глобалната финансово-икономическа криза броят на сключените договори и общият оборот на средствата по тях се увеличава постоянно.

Предвид обема на статията, в настоящото изложение се засягат два основни въпроса:

- Същността и функциите на факторинга като форма на финансиране за малките и средни предприятия;
- Мястото на факторинга в международния бизнес.

Ползвани и са публикации на автора по темата за факторинга Николова (2015), Николова (2013), както и актуални данни от водещата факторинг асоциация Factors Chain International (2017), и други източници U.S. Department of Commerce (2012), Klapper (2005).

1. Същност и функции на факторинга

Факторингът е форма на финансиране в краткосрочен период, при която фактор компания изкупува настоящи и бъдещи вземания (еднократни или периодични) на износителя (продавача), като поема риска от събирането на тези вземания срещу възнаграждение.

Той възниква на основата на търговски договор, който може да е договор за покупко-продажба на стоки или договор за предоставяне на услуги между износителя (продавача) и вносителя (купувача). Така първоначалния договор между вносителя и износителя служи на фактор-компанията за изготвяне на договора за факторинг.

Обикновено участниците в договора за факторинг са давама: фактор компания, която всъщност е банкова или небанкова финансова институция, и износител (продавач), което е лице, участващо в търговски договор. Вносителят (купувачът) може да

бъде уведомен за изкупуването на вземанията на износителя, но е възможно и да не бъде известен за това.

В практиката, при ползване на понятията „вносител-износител“ се реферира към сделки в международния бизнес, а при „купувач-продавач“ - към сделки на територията на страната. Често една фирма извършва дейности и на вътрешния, и на международния пазар, като факторингът е приложим като форма на финансиране и в двата случая. Това е в основата на една от водещите класификации на факторинга, според която той се дели на вътрешен и международен.

Вътрешният факторинг е този, при който всички заинтересовани страни се намират на територията на една държава. *А международният* факторинг е този, при който те се намират в различни държави.

Елементите на факторинга, които имат водещо значение при избора за неговото ползване от малките и средни предприятия, са неговият период, обектът на договора, авансовото плащане, дисконтът, цената.

Период. Той може да е от няколко дни до 6 месеца или 12 месеца, а в практиката преобладаващи са договорите от няколко дни до 180 дни. Така че факторингът е ориентиран към краткосрочният период на финансиране и се явява алтернатива на банковото кредитиране, тъй като е ориентиран към оборотните средства на фирмата.

Обект на договора са настоящи и бъдещи вземания. Съществуват два варианта: това да са вземания от отложено плащане на фирмата, като вече е сключен договор за покупко-продажба и стоките са изпратени или услугите са предоставени, т.е. това са настоящите вземания. Вторият вариант е обектът да са бъдещи вземания, когато те възникват в резултат на договор за предоставяне на услуги (спедиторски, застрахователни услуги и др.), съпътстващ договора за покупко-продажба на стоки.

Авансово плащане по търговския договор или предоставена фактура. Фактор компанията извършва авансово плащане на стойност между 50% и 80%-90% от сумата по търговския договор или предста-

вената фактура, сключен между износителя и вносителя. Останалата част от плащанията се извършва след постъпване на плащанията от вносителя към фактор компанията. Ако не е уговорено друго, остатъкът от плащанията към износителя (между 50% и 20%) се намаляват (дисконтират) със съответния процент на дисконтиране от фактор компанията.

Дисконт по вземанията. Това е сумата, с която се намаляват вземанията на износителя от първоначално договореното с вносителя. Формира се за всеки износител индивидуално като се вземат предвид политиката на фактор компанията за съответния икономически сектор, както и:

- Броят на фактурите, приложими към конкретния договор за факторинг;
- Кредитоспособността на вносителя;
- Размерът на вземанията по търговския договор;
- Период до настъпване на датата на падежа на вземанията;
- Валута на вземанията.

Цена на факторинга. Това е сумата от всички разходи по реализиране на договора за факторинг от страна на фактор компанията. Тя може да съвпада с дисконта или да отразява и други разходи и рискове, поемани от фактора. Цената може да включва следните елементи:

- Дисконт по вземанията;
- Комисионна на фактор компанията за извършването на счетоводни или административни услуги;
- Разходи за осигуряването на средствата по плащането на вземанията;
- Разходи за други рискове, непредвидени в другите елементи на формиране на цената като политически риск, ценови риск и др.
- Разходи за застраховане на кредитния риск;
- Разходи за хеджиране на валутния риск при международния факторинг.

Основното приложение на факторинга за фирмите се изразява във възможността да се освободи паричен ресурс от вече сключена сделка с отложено плащане и да се подо-

бри общата ликвидност на износителя (продавача). Така могат да се договарят по-дълги периоди при следващи сделки с конкретен купувач или нови такива. Едновременно с това износителят (купувачът) разполага с необходимото време за изпълнение на плащането в рамките на посочения период в договора за покупко-продажба. При сключването на договора между фактор компанията и износителя, вносителят в повечето случаи се уведомява за настъпилите промени.

Факторингът изпълнява **три основни функции**, които описват неговата роля за участниците по търговския договор и договора за факторинг и те са кредитна, осигурителна, административна.

Чрез кредитната функция на факторинга се осигуряват средства на износителя за период по-ранен от датата на падежа по търговския договор. А това означава осигуряването на повече ликвидни средства за основната дейност.

Осигурителната функция има за цел да намали влиянието на кредитния и валутния риск за износителя (продавача), в случай на забавяне на плащането или изцяло на неплащане от страна на вносителя. Тези рискове се прехвърлят върху фактор компанията;

Административната функция на факторинга се изразява в предоставянето на счетоводни и други административни услуги от фактор компанията като счетоводно отчитане и счетоводната отчетност при събирането на вземанията и други дейности, съпътстващи факторинга.

Тези функции обобщават приложението на факторинга за предприятията и защо те се насочват към финансиране, именно към него, особено в условията на криза в икономиката или рецесия.

Въпреки това за всеки от участниците по търговския договор (вносител и износител) има конкретни предимства, като се приема, че фактор компанията като финансова институция се занимава с предоставянето на средств в ролята на посредник. А това означава, че тя добре е преценила рисковете и приходите си от встъпването в подобен договор.

Основните предимства за **износителя** от сключването на договор за факторинг са:

- намаляване на транзакционните разходи, в случаите, когато износителят не разполага с опит в администрирането на сделки в международния бизнес;
- подобряване ликвидността на фирмата чрез получаване на паричните средства по дадена сделка преди настъпването на падежа;
- извършване на икономии от мащаба, когато износителят не изпълнява постоянно търговски сделки;
- намаляване на кредитния риск за цялата фирма и премахване на този риск по конкретната сделка между продавача и купувача;
- прехвърляне на административни и счетоводни услуги по конкретно вземане на фактора;
- при международния факторинг, намаляване на валутния риск за цялата фирма и премахване на този риск по конкретна сделка между износителя и вносителя;
- проучвания на финансовото състояние и платежоспособността на контрагентите по търговската сделка;
- оценка на финансовите рискови и поемане на посредничество при застраховането на тези рискове пред други финансови институции.

Въпреки че **вносителят** не е страна по договора за факторинг, съществуват ползи и за него:

- отпада необходимостта от издаване на документарни акредитиви за извършване на плащанията към износителя;
- възможност за закупуване на стоки при условията на плащания под формата на открита сметка;
- ползване на условията по търговски кредит без да се ползват други начини за финансиране;
- в случай на споделяне на разходите между износителя и вносителя, активно участие при уточняване на условията по договора за факторинг;

Недостатъците при ползването на факторинга като форма на финансиране в крат-

косрочен план са свързани с неговата цена. Обикновено той е по-скъп в сравнение с останалите форми на финансиране – банков кредит, търговски кредит и др. Затова при всеки конкретен търговски договор износителят трябва да прецени дали е необходимо сключването на факторинг или друга форма на финансиране ще бъде по-подходяща.

Обикновено малките и средни фирми се насочват към финансиране чрез факторинг, за да си осигурят по-голяма ликвидност и да прехвърлят кредитния и валутния риск, за разлика от големите компании, които предпочитат да използват собствени средства или други форми на финансиране.

2. Мястото на факторинга в международния бизнес

Факторингът се развива като форма на финансиране от средата на 20 век, като оттогава с изключение на отделни години се увеличава неговата популярност и приложение от предприятията в развитите и развиващите се страни. Водещо място заемат страните от Западна Европа и САЩ, особено в сегмента на малките и средни предприятия.

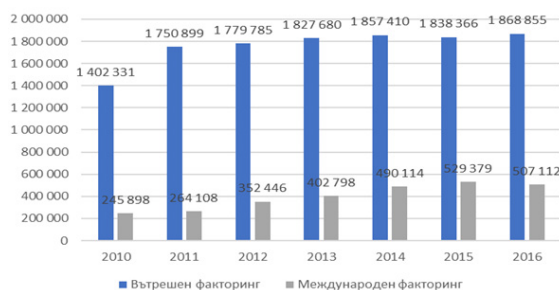
Както бе споменато в първата част на статията, в зависимост от участниците в търговския договор факторингът се разделя на вътрешен и международен. Трябва да се има предвид, че международният факторинг е приложим в страните, където законодателно позволява да се извършва прехвърляне на вземанията. Ако подобна нормативна уредба във вътрешното законодателство липсва, приложението на факторинг в тези държави не е възможно. Това предполага и предварително проучване на условията във всяка държава, където износителят има намерение да прехвърли своите вземания на трето лице.

Оборотът от факторинг сделките през 2016 г. е по-голям в сравнение с предходни периоди, като в последните десет години се наблюдава устойчива тенденция на ръст. По данни на Factors Chain International, която е една от водещите асоциации на факторинг компаниите в света с повече от 400 членове в 90 държави, ръстът на вътрешния факто-

ринг в света за 2016 г. се увеличава за сметка на международния, който бележи спад.

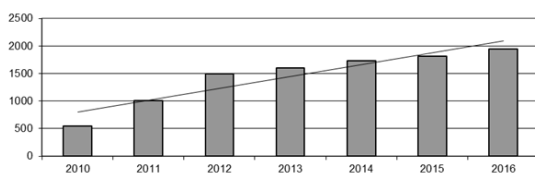
На фиг. 1 са представени данните за вътрешния и международния факторинг в света през последните шест години. Основна тенденция, която се запазва е увеличаването на оборота на самия факторинг, независимо дали е вътрешен или международен, като за 2016 г. той достига 2 375 967,32 млн. евро.

Вътрешният факторинг е водещ при формирането на оборотите за факторинг в света, а и в отделни региони като заема между 70%-80% от общия оборот. За международния факторинг остава по-малък дял, поради допълнителното поскъпване на разходите за отделния договор за факторинг.



Фигура 1. Оборот на сделките от факторинг в света за периода 2010-2016 г. (в млн. евро)
Източник: Factors Chain International, 2017

Факторингът в България, особено по време и след дълговата криза в Еврозоната, бележи значителен ръст. До стартирането на кризата темповете на развитие на този вид сделки в България бяха по-ниски в сравнение със състоянието след 2008 г. На Фиг. 2. се виждат оборотите, реализирани в страната за периода 2010-2016 година, като ясно се очертава възходящата тенденция. През 2010 г. оборотът от факторинг е в размер на 550 млн. евро, докато през 2016 г. достига до 1 947 млн. евро.



Фигура 2. Оборот на сделките от факторинг в България за периода 2010-2016 г.
Източник: Factors Chain International, 2017

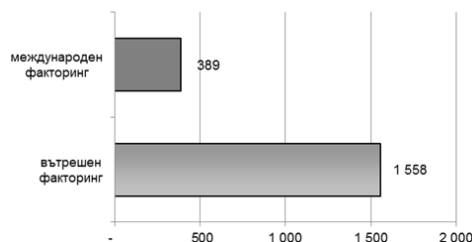
Отново възможността, която предоставя факторинга за освобождаване на паричните потоци за фирмата и осигуряване на ликвидност е предимство за развитие, дори и в криза или рецесия. Факторингът се определя като подходящ за малките и средни предприятия, тъй като достъпът им до други форми на финансиране е ограничен или се поставят повече условия при отпускането на банковия кредит или договарянето на търговския кредит.

Прехвърлянето на кредитния и валутния риск върху фактор-компаниите също дава достатъчно свобода за малките и средни фирми при планиране на бъдещите парични потоци. Разбира се, факторингът е приложим и от големите компании, но те винаги могат да пренасочват свободни парични средства от други свои дейности, за да си осигурят необходимата ликвидност.

Обикновено малките и средни фирми се насочват към факторинга, тъй като другата основна алтернатива за финансиране е банковият кредит. При отложено плащане от 30 до 180 и повече дни, както най-често се случва в практиката, фирмите имат нужда от бърз достъп до ликвиден ресурс.

Освен това в България фактор компаниите са небанкови финансови институции, които извършват дейности изцяло насочени към сключването на договори за факторинг, а и са част от търговски банки. Това им помага допълнително при ползването на информация за кредитоспособността на износителите, оценката на кредитния и валутния риск, както и на всички останали елементи на факторинга. А по този начин се допринася и за популяризирането на факторинга като форма на финансиране предимно сред малките и средни предприятия.

Що се отнася до вътрешния и международния факторинг в България, то около 20% от общия оборот от факторинг или 389 млн. евро за 2016 г. се дължи на договорите за международен факторинг (фиг. 3).



Фигура 3. Оборот на вътрешния и международния факторинг в България за 2016 г. (в млн. евро)
Източник: Factors Chain International, 2017

За сравнение в световен мащаб делът на международният факторинг е 21% за 2016 г. Това показва, че вътрешният факторинг е предпочитаният за освобождаване на оборотен капитал във фирмите.

Икономическите сектори, при които най-активно прилагат факторинга са: производство, търговия, услуги и др. или там, където преобладават производството на бързооборотни стоки, чиято реализация на пазара зависи от трайността на стоките и цикъл на производство.

Факторингът е начин за финансиране дейността на фирмите, и то така че се дава възможност за освобождаване на парични потоци и подобряване на ликвидността. В условия на криза наличието на ликвидност създава предпоставки за сключване на нови сделки, и то при по-изгодни условия и с различен период на отложено плащане, като това води до развитие на бизнеса.

Друга причина, която допринася за развитието на факторинга в България е наличието на високата междуфирмена задлъжнялост, която увеличава риска в икономиката и най-вече намалява доверието между контрагентите. А чрез факторинга това може да бъде преодоляно от дадена фирма като може да се включат и допълнителни консултантски, административни и счетоводни услуги.

За малките и средни предприятия не винаги наличието на проблемите със задлъжнялостта са водещият мотив за встъпване в договор за факторинг. А напротив, осигуряването на ресурс за следващата сделка на фирмата, както и производственият цикъл за съответния сектор, напр. при бързооборотните стоки, в текстилното производство.

Основен недостатък за факторинга, особено в България е неговото недостатъчно добро познаване от фирмите, независимо дали са в позицията на купувачи или продавачи и дали участват само на вътрешния пазар или се включват активно и в международната търговия. Този недостатък може да се преодолее чрез по-активното разясняване на неговите предимства в сравнение с банковия и търговския кредит. Така всеки един участник в икономиката и търговията

в страната може да прецени как по-ефективно да управлява своите парични потоци и да увеличи своя оборот.

Изводи

Факторингът, независимо дали като вътрешен или международен, е форма на финансиране, особено за малките и средния предприятия, която се ползва активно през последните години.

Разбира се, както всяко финансиране има своите предимства и недостатъци и за трите засегнати страни – фактор компания, износител и вносител. За избора на този тип финансиране ключово значение имат условията, които фактор компанията ще предложи на износителя що се отнася до дисконт, цена, период.

Безспорно предимство на факторинга, което продължава да привлича малките и средни предприятия е осигуряването на ликвидност за дейността, както и прехвърлянето на кредитния и валутния риск върху фактора. Това дава възможност на фирмите да се насочат към своята основна дейност, а не да следят непрекъснато вносителя дали ще плати в договорения предварително срок и дали няма да изпадне в неплатежеспособност.

Особено привлекателен е факторингът в условията на криза и при възстановяване на икономиката от рецесия или депресия, когато финансовите институции са предпазливи при предоставянето на средства на фирмите.

По отношение на останалите форми на финансиране за малки и средни предприятия в международния бизнес, особено алтернативните, са все още непознати в реалния сектор, но са ниша за стартиращите фирми и тези, насочените към иновации, особено в технологичния сектор.

Литература

Николова, И. 2015. *Финансиране на международната търговия*, Издателство на НБУ, с. 112-135.

Николова, И. 2013. *Приложение на факторинга в икономиката по време на криза*. – В: сб. доклади от Международна академична конференция „Регионални и глобални измерения на търговията“, 18 октомври 2013 г., Икономически университет – Варна, издателство „Наука и икономика“ Икономически университет – Варна, с.689-698.

Factors Chain International. 2017, достъпен на: <http://www.fci.nl/home>, посетен на 10.07.2017.

U.S. Department of Commerce. 2012. *Trade Finance Guide: A Quick Reference for U.S. Exporters*, Washington.

Klapper, L. 2005. *The Role of Factoring for Financing Small and Medium Enterprises*, The World Bank.

CFaR – АЛТЕРНАТИВА НА VaR ПРИ ИЗМЕРВАНЕ НА РИСКА НА НЕФИНАНСОВА КОМПАНИЯ

Красимир Костенаров¹

Нов Български Университет

Резюме: Изчисляването на риска на нефинансовите компании е сложен процес, който теоретично и практически изостава от аналогичните процеси във финансовите компании. Настоящата статия акцентира върху показателя VaR като съвременен показател за определяне на риска във финансови инвестиции и проблемите пред прилагането му за

определяне на риска на нефинансови компании. По-нататък се разглеждат представянето на показателя CFaR, трудностите при прилагането му и ползите от използването му в компаниите.

Ключови думи: риск, стойност под риск, VaR, CFaR

CFaR – AN ALTERNATIVE OF VaR FOR ESTIMATING THE RISK OF A NON-FINANCE COMPANY

Krasimir Kostenarov

New Bulgarian university

Abstract: The calculation of the risk of non-financial companies is a complicated process that theoretically and practically lags behind the analogous processes in the financial companies. This article focuses on the VaR as an indicator for determining the risk in financial investments and the problems it faces to

apply it to non-financial companies. Then the research is concentrated on the presentation of the CFaR, the difficulties in applying it and the benefits of using it in companies.

Keywords: risk, value at risk, VaR, CFaR

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 44-51

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: kraskostenarov@yahoo.com

1. Въведение

Изчисляването и управлението на риска в нефинансовите компании винаги е бил дискуссионен въпрос. Това е тенденция, която се запазила до съвременното и когато се говори за управление на риска на нефинансова компания, това може да означава прилагането на различни методи. Често методите не обхващат целия риск на компанията, а са насочени към измерването на един или няколко точно дефинирани риска.

Традиционно във финансовата литература, когато се цели остойностяването на риска на нефинансова компания с един показател, се използва коефициентът бета, който е представен за първи път от Sharpe (1964), като част от моделът за оценка на капиталови активи (известен с абревиатурата си МОКА, която ще използваме по нататък в статията). МОКА, макар и теоретически издържан, има редица допускания, които го ограничават емпирично. Въпреки това моделът може да се приспособи и използва дори на формиращи се пазари, като се имат предвид някои особености на прилагането му или се направят корекции. Добро обобщение в това отношение дава изследването на Канарян (2016).

Критиката към модела в емпиричен аспект може да се потърси и в други насоки. Димитрова (2016) в изследване относно аномалиите на оценката на компании с използването на дисконтирани парични потоци заключава: „Най-съществени са грешките при калкулацията на дисконтовата норма и цялостната оценка на рисковия профил на компанията”.

От друга страна, коефициентът бета като измерител на риска е специфичен измерител, доколкото той измерва чувствителността на цената на акцията спрямо измененията на стойността на пазарния индекс. Този извод може да се направи непосредствено от формулата за изчисляване на бета:

$$(1) \quad \beta = \frac{\text{cov}(r_i; r_m)}{\sigma_{r_m}^2}$$

където:

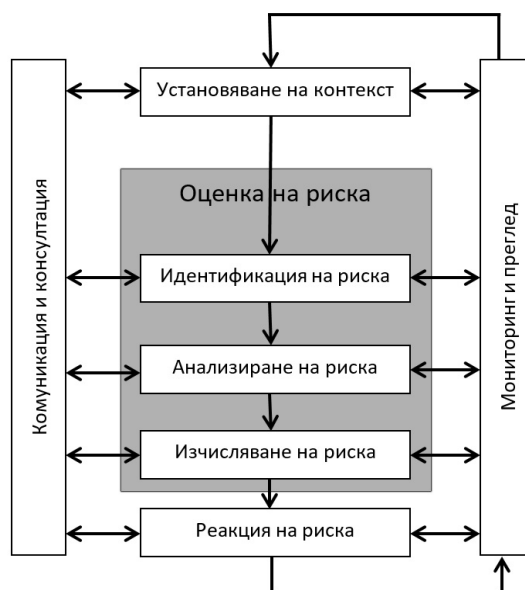
$\text{cov}(r_i; r_m)$ представлява ковариацията на доходността на акцията с пазарната доходност;

$\sigma_{r_m}^2$ е дисперсията на пазарната доходност; r е доходността;

i, m са индекси, индикиращи съответно акцията и пазара.

Така измереният показател за риска на компанията с използването на бета коефициента може да се използва за специфични цели. Основните две направления, в които се използва, са за изчисляването на цената на капитала и изчисляване на очакваната доходност на акцията.

Ако се погледне обаче от гледна точка на управляващия мениджмънт на компанията, то коефициентът бета не дава достатъчно информация. Мениджмънта на компанията се интересува от идентифицирането на отделните рискове, измерването им и влиянието, което може да се окаже върху тях. Процесът схематично е представен на фигура 1.



Фигура 1: Схематично представяне на процеса на управление на риска

От казаното до тук може да се заключи, че двата подхода към риска не са съвместими и е необходимо да се потърси друг показател, който да е способен да измери и обобщи риска на компанията. Всъщност точно такава е логиката на развитието както на научната литература, така и на практиката в областта на изследването на риска на нефинансовите предприятия.

2. Показателят VaR – основни моменти и слабости при прилагането му в нефинансова компания

Показателят за измерване на риска стойност под риск (value at risk)² е добре известен във финансовите среди. Първоначално той е измислен като показател за измерване на риска на инвестиция в портфейл от ценни книжа. В последствие множество автори са доразвивали и популяризирали идеята на VaR (Linsmeier et al., 1996). В последните години показателят увеличава своята популярност и степента на използване както в България, така и на развитите капиталови пазари. В последните години се наблюдава използването му в инвестиционните фондове като показател за измерване на общия риск на инвестиционния портфейл. В последствие нормативно се въвежда изискване да се изчислява като рисков показател за определени инвестиционни фондове (например пенсионни фондове).

Принос в развитието и разпространението на теоретичните постановки за VaR имат множество автори. Philippe Jorion (1996; 2006; 2010) има поредица от статии и книги. Други автори допринасят към популяризиране и развиване на теорията. Определена част от академичната литература е посветена на въпроса с измерването на VaR (например, Fong and Lin (1999), Linsmeier (1996), Duffie and Pan (1997), Engle and Manganelli (1999)). Други развиват рискови показатели свързани с VaR (Artzner et al. (1999), Cvitanic and Karatzas (1999), Wang (1999)).

Немалка заслуга в увеличаващата се популярност на VaR имат и нормативните регулации. През 2004 г. Банката за международен сетълмент в Базел предлага за първи път замяна и цялостна ревизия на Базелското споразумение от 1988, с ново споразумение, което е общоизвестно като Basel II. В Basel II се регулира използването на VaR като метод за нормативното определяне на количеството на капитала, което банките трябва да поддържат. В отговор на финансовата криза, започнала през 2007 г., през 2010 г. Банката за международен сетълмент предлага моди-

фикация на споразумението известно като Basel III. В новото споразумение използването на VaR се задълбочава и усложнява. Не само това, но в допълнение се добавят и изисквания за използването на подход, подобен на VaR, за определяне на кредитния риск на банките.

Дефиниция на VaR

Различните автори дават различни дефиниции на VaR, които в крайна сметка могат да се обобщят до няколко основополагащи принципа. В крайна сметка добра и общоприета дефиниция, която описва основните принципи на VaR е дадена от Jorion (2006):

“VaR е максималната загуба за определен целеви период, така че да има ниска, предварително определена вероятност, че действителната загуба ще бъде по-голяма.”

В тази дефиниция (а и във всички дефиниции от други автори) могат да се открият три основни компонента:

Първата компонента на VaR е времевата. Показателят е определен за точно определен период от време. Периодът може да бъде 1 ден, седмица, 10 дни, месец, година и т.н.

На второ място, VaR има предварително определен доверителен интервал. Той представлявала процентът, че загубата няма да се прояви.

Третият компонент е размерът на загубата (обикновено изразена в парични единици, въпреки че е възможно да се изчисли и в процент). Това е резултатът от прилагането на VaR и може да бъде интерпретирано като измерител на нивото на риска (фигура 2).



Фигура 2: Схематично представяне на показателя VaR при 95% доверителен интервал

VaR има две основни предимства. Първото е, че показателят е лесен за разбиране, защото представлява число, което обобща-

² В процесът на развитието на статията ще използваме за обозначаване на метода абривиатурата VaR, която се е наложила в световната научна и бизнес литература.

ва нивото на риск на целия портфейл. Второто предимство е неговата гъвкавост, която позволява да се използва по различни начини. Всъщност за всеки портфейл може да се разработи отделен начин за изчисляване на VaR и за управление на риска. Въпреки че VaR първоначално е използван за измерване на риска на финансови инструменти и на инвестиции във финансови активи, той може да се приспособи за оценка на риска на нефинансови компании и за въвеждането на системи за управление на риска базирани на VaR.

Съществуват три основни подхода за изчисляване на VaR:

- Историческа симулация;
- Подходът delta-normal;
- Монте Карло симулация.

Историческата симулация използва измененията на пазарните цени или нива на лихвите за определен брой периоди в миналото. Например може да се използват ценовите промени в последните 100 дни. Всяка една от тези промени, взета отделно се прилага върху текущата стойност на портфейла и резултатът се подрежда в зависимост от големината си. По този начин е лесно да се определи, че VaR с доверителен интервал 95% е 95-тата поредна стойност на изчисления показател.

Подходът Delta-normal предполага, че разпределението на цената на инструмента е нормално. При това допускане е сравнително лесно да се изчисли VaR с използването на стандартното отклонение. VaR зависи едновременно от доверителния интервал и коефициент, размерът на който се определя в зависимост от доверителния интервал.

За да се приложи този подход е необходимо да се направи оценка на стандартното отклонение на портфейла след което се прилага формула (2).

$$(2) \quad VaR = C \cdot \sigma_T \cdot K$$

където:

C е инвестираната сума в портфейла;

K е коефициент, чиято стойност зависи от желания доверителен интервал. Стойностите са му показани в таблица 1.

Таблица 1: Стойности на коефициента K при различните доверителни интервали.

Доверителен интервал	90%	95%	99%
Вероятност за загуба (α)	10%	5%	1%
K	1,282	1,645	2,326

Резултатът от изчислението по формула (2) представлява минималната загуба, която може да се получи с вероятност (100% - доверителния интервал).

Симулацията Монте Карло допуска, че са известни разпределението на рисковия фактор и можем да го опишем математически. Този подход е много близък до историческата симулация, защото разчита на историческата стойност на рисковия фактор, за да се определи формата на разпределението. Основната разлика е, че могат да се направят хиляди симулации в един опит да се прогнозира бъдещото разпределение на печалбите.

3. Възможност за прилагане на VaR в нефинансови компании

Първоначално VaR е замислен като показател за измерване на пазарния риск. В следствие се правят опити за разширяването му и прилагането му за измерване на кредитен риск (Jorion, 2010), (Lutkebohmert, 2014), операционни рискове и др. (Chernobai et al., 2007). Очевиден е пътят на развитието на прилагането на VaR към все по-комплексни и сложни казуси.

Въпреки това критиките към VaR не са малки. Добър пример в това отношение е Culp, Miller and Neves (1998). Въпреки това, популярността на VaR сред практики, академични лица и полисимейкъри не намалява. Основните причини за това са, че показателът е концентриран върху:

- изчислението на екстремните загуби;
- способността да агрегира различни рискове в единен показател;
- сравнително лесното изчисление и интерпретация;

Това го прави лесен за комуникиране с мениджмънта и улеснява взимането на решения, базирани на него.

Въпреки всичко казано досега в полза на VaR, той е насочен преди всичко към използването на показателят във финансови компании. В тази си форма VaR може да се определи като неподходящ за използване от фирми, които, за разлика от финансовите компании, не се интересуват от стойността на акциите. Ако се приложи върху портфейла от финансови инвестиции на нефинансова компания, той ще обхване малка част изложеността на риск на компанията. Това се случва поради игнорирането на основния риск на компанията, свързан с търговския паричен поток. Въпреки това концепцията на показателя VaR все още може да се приложи за нефинансови компании. За нефинансова компания, която е заинтересована да избегне финансови сътресения или ликвидни кризи, адекватният показател е по-добре да бъде паричен поток, отколкото стойност.

По този начин се достига до идеята за CFaR, което представлява пренос на принципа стоящ зад VaR, към измерване на паричен поток вместо парична стойност. Ако погледнем от гледна точка на дефиницията, VaR измерва максимална сума, която фирмата се очаква да изгуби за определен времеви хоризонт с определен доверителен интервал. CFaR измерва максималния дефицит, недостиг или отклонение от очакваното равнище на паричен поток, което нефинансовата компания желае да толерира.

CFaR се изчислява по същия начина както VaR, но използвайки паричния поток вместо стойност. Изчислението изисква оценка на вероятностните разпределения на бъдещите нива на паричния поток. Основната трудност е как да се генерира и определи това разпределение.

Най-лесно е да се допусне, че паричният поток е разпределен нормално. Ако се знае средната стойност и дисперсията на това разпределение е елементарно да се изчисли загубата на паричен поток при зададен доверителен интервал. През 1999

компанията RiskMetrics е първата, която прилага този подход с комерсиални цели. Тя разчита на проформа подход за да генерира разпределението на паричния поток. При този подход целта е да се прогнозира всеки различен паричен поток, от който се състои паричния поток на фирмата. За тази цел се използват обеми на продукцията на компанията, приходи и разходи в местна валута, валутни курсове и др.

Чрез съставяне на вариационно-ковариационна матрица за различните парични потоци може да се направи заключение за проформа паричния поток на цялата компания и по този начин да се изчисли CFaR. Този подход може лесно да се разшири в няколко посоки, включително за изчисляване на CFaR за отделните парични потоци на компанията или за отделните бизнес звена и т.н. и в последствие да се агрегира на корпоративно ниво.

4. Методи за изчисляване на CFaR

Да се дефинира концепцията на CFaR е относително лесно, но както личи от описанието до сега, е относително трудно да се направи правдоподобна оценка за някоя определена компания. Поради тази причина в следващите редове ще опишем възможните подходи към калкулирането на CFaR (Stein at al., 2000). За да видим предизвикателствата пред изчисляването на CFaR един възможен подход е да направим сравнение с изчисляването на VaR. Въпреки че има няколко очевидни разлики между двата показателя (дискутираните по-горе в статията: CFaR се фокусира на паричния поток, докато VaR се фокусира на стойността на активите; CFaR се концентрира на по-дълги хоризонти, а именно тримесечие или година, докато VaR обикновено се използва за измерване на риска за ден, няколко дни, седмица или няколко седмици) CFaR е очевиден опит да се направи аналогичен на VaR показател, който може да бъде полезен на нефинансови компании.

Стандартният подход за оценка на VaR използван от банките е известен в литературата като подход „от долу нагоре“³.

³ Bottom up

Подходът се прилага като се започне с преброяване на всеки актив на банката – всеки заем, търговска позиция и т.н. Експозицията към различните рискове – лихвени, кредитни, валутни и т.н.) се определя и изчислява количествено. След това тези рискове се агрегират в портфейла от инвестиции на цялата банка. Въпреки че далеч не е перфектна, тази методология работи достатъчно добре, така че от една страна банките да могат да идентифицират всеки от основните си източници на риск и от друга страна тези източници на риск кореспондират (директно или индиректно) с активите на пазара, за които има добри статистически данни за ценовите движения. Метода е може би най-добре ситуиран за оценка на риска на търговски отдели, които се занимават основно с ликвидни инструменти.

Нека сега да направим опит да приложим метода „отдолу нагоре“⁴ към нефинансова компания. За да илюстрираме примера може да си представим някоя конкретна компания – например Монбат АД. Въпросът е как да се определят всички индивидуални рискове, които повлияват паричния поток на Монбат. И веднъж след като тези рискове са идентифицирани, как може да се изчислят количествено.

Без съмнение Монбат е изправен пред много рискове, които можем да определим като пазарни и следователно лесно измерими. Например валутен риск, риск от промяна на цените на борсово търгуваните стоки и т.н. Но дори когато тези рискове се измерят количествено, те се явяват второстепенни в сравнение с риска, който Монбат може да изпита ако се провали в дистрибуционната си политика и загуби значителен пазарен дял.

В крайна сметка ако някой се опита да приложи този подход, а много консултанти се опитват, то има сериозна опасност от пропускане на значителни рискови фактори, влияещи на паричния поток на Монбат и от тук за грешна оценка на CFaR.

Вземайки предвид тези трудности при използването на подхода „отдолу нагоре“, то логично е да се стигне до идеята за из-

ползване на алтернативен подход, който е известен като подход „отгоре надолу“⁴. Тъй като мениджмънта се интересува най-вече от вариативността на паричния поток, защо да не опитаме да го оценим на база на историческите данни за паричния поток? Очевидното предимство на такъв подход е, че историческите данни са резултат от комбинираното влияние на всички рискови фактори влияещи на паричния поток на Монбат (ако трябва да се върнем към нашия пример) и по този начин се избягва необходимостта да се изгради детайлен модел от основата до върха. По този начин ако CFaR на Монбат излезе високо, това може да се тълкува като наличие на висока волатилност на паричния поток.

За съжаление тук все още можем да се натъкнем на сериозен проблем. Това са недостатъчните данни, за да достигнем необходимата степен на доверителен интервал. Най-краткият интервал на достъпни данни за паричния поток обикновено е тримесечие. По този начин ако се вземат данни за 5 години назад (често не е разумно да се вземат данни за по-дълъг период от време, поради голямата динамика на икономическата среда и на компаниите), това прави само 20 наблюдения за дадена компания. Това очевидно е твърде малко, особено ако искаме да измерим малко вероятни стойности на CFaR.

Възможен подход за преодоляване на проблема с недостатъчните данни е да се идентифицират група компании, които имат профила на изследваната компания. По този начин ако се съберат 10 компании наблюденията ще бъдат 200, което ни позволява да достигнем до 95% доверителен интервал и дори до 99%.

Какви са причините, поради които нефинансовите компаниите биха желали да измерят CFaR?

Три са основните направления на използване на CFaR. Първото от тях е свързано с политиката за определяне на капиталовата структура. При вземането на решение относно капиталовата структура съгласно класическата постановка се търси ба-

⁴ Top down

ланс между ползите получени от вземането на заем (данъчен щит, увеличена дисциплина на мениджърите) и потенциалните рискове предизвикани от повишеното ниво на дълг. За да се операционилизира това решение, мениджмънта има нужда от количествена оценка на вероятността от поемането на твърде голям риск и навлизането на компанията в зона на финансова несигурност. Може би най-важният компонент на финансовата несигурност е волатилността на паричния поток. Точно тук може да е полезен показателят CFaR.

Второто направление на използване на CFaR е свързано с риск мениджмънта на компанията. Каква е стойността добавена от управлението на риска на компанията? Дали използването на деривати, имуществени застраховки и др. носи необходимата стойност на компанията? Дали разходите за подобен риск мениджмънт надвишават ползите от него? Обикновено е трудно да се прецени и оцени количествено този ефект от риск мениджмънта. Тук отново може да се използва показателят CFaR, за направата на количествена оценка, която да позволи да се вземе решение относно хеджирането.

Третото направление на използване на CFaR е по отношение на потенциалните инвеститори. Инвеститорите обикновено искат да изградят картина на своята инвестиция, преди да вземат решение за инвестиране. С използването на CFaR те могат да преценят волатилността на паричния поток и по този начин да придобият доста добра картина относно общия риск на компанията.

5. Заключение

Настоящото изследване се опитва да разгледа въпроса с използването на съвременни методи за изчисление и управление на риска в нефинансови компании. Очевидно е изоставането на теорията по отношение на прилагането на такива методи в нефинансовите компании. За основа на изследването е взет показателят VaR, който в последните години се превърна в основополагащ показател за измерване на риска във финансовата сфера. В статията е разгледан аналогичен

подход за определяне на риска в нефинансови компании, след като е установено неприложимостта на класическия VaR за тях. Разгледан е сравнително по-неизвестния показател CFaR, който е разработен специално за прилагане в нефинансови компании, като са показани основните трудности при приложението му и основните направления на използването му.

Литература

Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk - *The Journal of Finance*, 19: 425–442.

Канарян, Н. 2016. Определяне на цената на собствения капитал: Бизнес казуси в развиващите се пазари - Годишник „Икономика и бизнес“, департамент „Икономика“, Нов български университет.

Димитрова, Р. 2016. Проблеми и аномалии при приложението на DCF модела за оценка на компании-мишени - Съвременни управленски практики IX, Бургаски свободен университет, с. 155-163.

Linsmeier, Thomas J. and Pearson, Neil D. 1996. Risk Measurement: An Introduction to Value at Risk (Undated). Working Paper 96-04. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=7875>

Jorion, P. 1996. Risk: Measuring the risk in value at risk - *Financial Analysts Journal*; Nov/Dec p. 47-56.

Jorion, P. 2006. *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*, third ed., McGraw-Hill.

Jorion, P. 2010, *Financial Risk Manager Handbook*, sixth ed., Wiley.

Fong, H.G., and K. Lin., 1999. A New Analytical Approach to VAR - *Journal of Portfolio Management*, 25 Anniversary issue (May):88-97.

Duffie, D., and J. Pan. 1997. An Overview of Value at Risk - *Journal of Derivatives*, 4, 7-49

Engle, R. F., and S. Manganell, 1999. CAViaR: Conditional Autoregressive Value at Risk by Regression Quantiles - working paper, New York University.

Artzner, P. Delbaen, F. Eber, J. Heath, D. 1999. Coherent Measures of Risk - *Mathematical Finance*, 9, 203-228.

Cvitanič, J., and I. Karatzas, 1999. On Dynamic Measures of Risk - *Finance and Stochastics*, 3, 451-482.

Wang, T., 1999, A Characterization of Dynamic Risk Measures - working paper, University of British Columbia.

Lutkebohmert, E. 2009. *Concentration risk in credit portfolios*. Springer, ISBN: 978-3-540-70869-8.

Anna S. Chernobai, Svetlozar T. Rachev, Frank J. Fabozzi, 2007. *Operational Risk: A Guide to Basel II Capital Requirements, Models, and Analysis*, Wiley & Sons Inc. New Jersey.

Culp, C., Miller, M., and Neves, A. 1998. Value at Risk: Uses and Abuses - *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 10, No. 4, pp. 26-38.

Stein, Jeremy C, Stephen E. Usher, Daniel LaGattuta and Jeff Youngen. 2000. A Comparables Approach to Measuring Cashflow-at-Risk for Non-Financial Firms -*Journal of Applied Corporate Finance* 13, 100-109.

ТЕОРЕТИЧНА РАМКА ПРИ ОЦЕНЯВАНЕТО НА АКЦИИ НА ПУБЛИЧНИ КОМПАНИИ – ПРИНЦИПИ И МЕТОДОЛОГИЯ

Ралица Димитрова¹

Нов Български Университет

Резюме: Статията разглежда основните теоретични постановки при оценката на стойността на акционерния капитал на публични компании. Дискутирани са принципите на бизнес оценяването и факторите, които оказват влияние върху стойността на компанията. Представени са основните подходи в бизнес оценяването: подход на активите, доходен подход и пазарен подход. Предложена е конкретна методология за определяне на фундаменталната стойност на акция на публична компания базирана на три взаимодопълващи се модела: модела на дисконтираните дивиденди, модела на остатъчната пе-

чалба и пазарния множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал. Методиката намира приложение при определяне на стойността на алтернативни, корпоративни и бизнес стратегии, при управляването на стойността на компанията във връзка с мащабни сделки като сливания, поглъщания и излизане на нови пазари, както и при оценката на възможността за привличане на допълнителен капиталов ресурс.

Ключови думи: фундаментална стойност, процес на оценка, подходи за оценка

THEORETICAL FRAMEWORK FOR THE VALUATION OF SHARES OF PUBLIC COMPANIES - PRINCIPLES AND METHODOLOGY

Ralitsa Dimitrova

New Bulgarian university

Abstract: The article discusses the main theoretical considerations when assessing the value of the share capital of public companies. The principles of business appraisal and the factors that affect the value of the company are discussed. The main approaches to business valuation are presented: asset approach, income approach and market approach. A specific methodology has been proposed to determine the intrinsic value of the stock based on three complementary models: the Discounted Dividend Model, the Residual Income Model,

and the Market Multiplier Price/ Book Value of Equity. The methodology is used to determine the value of alternative, corporate and business strategies, to manage the value of the company in relation to large-scale deals such as mergers, acquisitions and emerging markets, and to assess the possibility of attracting additional capital resources.

Keywords: intrinsic value, evaluation process, evaluation approaches

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: rdimitrova@nbu.bg

Въведение

Всеобщо е убеждението, че компаниите и особено тези, които са публична собственост трябва да се управляват по начин, който да осигурява възможно най-голямо богатство за своите акционери. Следователно, ресурсите на една компания е необходимо да се управляват по начин, водещ до това, да струват повече, отколкото на която и да е друга компания и при който и да е друг начин на управление. За да се постигне това, мениджмънтът трябва да се концентрира върху непрекъснатото преследване на възможности за увеличаване стойността на ресурсите на компанията и постигане на максимално богатство, не просто като една от многото еднакво важни цели, а като водещата, стратегическа цел.

В наши дни почти всички главни мениджъри и директори на публични компании признават, че създаването на стойност за акционерите е важна корпоративна цел. Но в това си начинание те се сблъскват с редица конкуриращи се приоритети, включително и ползваните от тях финансови измерители като растеж на доходите/печалбите и възвръщаемост на инвестициите. Други конкуриращи се по важност цели са глобалната ценова конкурентоспособност и лидерство в пазарните дялове, както и загриженост за благополучието на работещите в компаниите и на общностите/териториите, на които те действат.

Специални познания по оценяване на компании, във връзка с управление на тяхната стойност и собственост са необходими на (Коллер и др., 2005):

- **Бизнес мениджърите** – сега повече от всякога се налага на мениджърите на корпоративно ниво и ниво бизнес единица да познават как да оценяват стойността на алтернативните стратегии. Те трябва да знаят колко стойност могат да създадат посредством реструктуриране и други големи трансакции. Нещо повече, те трябва да внедрят едно общо съзнание за управление от позициите на стойността навсякъде в техните организации.

- **Корпоративните финансови специалисти** – подходите на оценяване, както и взаимната връзка между финанси и стратегия

са важни за главните финансови директори, специалистите по сливания и купувания, професионалистите по корпоративни финанси вътре в компаниите или по финансовите пазари, а мениджърите и стратегите по корпоративно развитие. Стойността – нейното оценяване, създаване и представяне, лежи в основата на техните роли и отговорности.

- **Инвеститорите, мениджърите на портфейли и аналитиците на ценни книжа** – те трябва да притежават задълбочени познания при оценяването и избора на алтернативни инвестиции.

Необходимостта от оценяване на компаниите се проявява при:

- Определяне стойността на алтернативни, корпоративни и бизнес стратегии, или на специфични програми в рамките на тези стратегии. Към тях спадат: въвеждане на нови продукти и услуги, капиталови разходи, споразумения за *joint ventures* и излизане на нови пазари;

- Оценка на определени мащабни сделки като сливания, изкупувания на компании, прекратяване на инвестиции, рекапитализация и обратни изкупувания на акции;

- Преглед и преценяване функционирането на различните бизнес операции – до каква степен бизнесът, при съществуващата конфигурация и начин на функциониране, създава стойност;

- Комуникирането с ключови притежатели на дялове е компанията и преди всичко с акционерите, по отношение стойността на бизнеса.

1. Фактори, влияещи върху оценъчната стойност

На оценъчната стойност на който и да е обект влияе съотношението между *търсенето и предлагането*. Ако търсенето превишава предлагането, то инвеститорите са готови да платят максимална цена. Горната граница на цената на търсенето се определя от текущата стойност на бъдещите приходи, които може да получи собственика от притежаването на дадената компания. Това е особено характерно за отрасли, които предлагат ограничени природни възможности. Основ-

ни фактори, които определят оценъчната стойност на компаниите са:

- Естеството на бизнеса и историята на неговото основаване;
- Икономическият поглед в най-общ план и по-специално условие и перспективи на конкретната индустрия;
- Отчетна/балансова стойност на акциите и финансовото състояние на бизнеса;
- Капацитетът на компанията за генериране на доход/печалба;
- Капацитетът на компанията за изплащане на дивиденди;
- Рискът за получаването на бъдещите доходи от дейността;
- Установяването на това, дали компанията има добра положителна репутация или други нематериални активи;
- Степента на контрол над бизнеса и степента на ликвидност на активите;
- Пазарната цена на акциите на корпорациите, заети в същия или подобен вид бизнес, чийто акции се търгуват на свободен и открит фондов пазар;

2. Принципи за оценяването на бизнеса

Ключов критерии за стойността на който и да е обект на собственост се явява неговата полезност. Бизнесът придобива стойност, ако може да бъде полезен реално или потенциално на собственика му. Полезността за всеки потребител е индивидуална, но качествено и количествено определена във времето е стойността. Полезността на бизнеса – това е неговата способност да реализира доход в течение на даден период. Колкото по-голяма е полезността, толкова по-висока е величината на оценъчната стойност.

Принципът на полезността се характеризира с това, че колкото повече компанията е способна да удовлетворява потребностите на акционерите си, толкова по-голяма е нейната стойност (Васильева, 2016). Оценъчната стойност на дадена компания не трябва да бъде по-висока от минималната цена на аналогична компания със същата полезност. Освен това за даден обект не е разумно да се плати повече, отколкото въз-

лизат разходите за създаване на нов обект с аналогична полезност в приемлив срок. Ето още един аспект на прилагане на принципа на полезността: ако даден инвеститор анализира потока от дохода, то максималната цена на обекта се определя посредством изследването на други потоци от доходи с аналогично ниво на риска и качеството. В този случай заместващият обект не е задължително да бъде точно копие на оценявания, но трябва да е аналогичен и собственикът го разглежда като желана алтернатива.

В тази връзка се определя още един методологически принцип на оценката на стойността на компаниите – **принципът на алтернативите**. Той се изразява в следното: максималната стойност на дадена компания се определя от най-малката цена, по която може да бъде придобит друг обект с еквивалентна полезност. От принципа на полезността произлиза още един принцип на оценката – **принципът на очакванията или предвижданията**. Миналото и настоящето на бизнеса са важни, но неговата икономическа оценка на стойността се определя от бъдещето. Миналото и настоящето на бизнеса се явяват единствената изходна база, ключ към разбирането на бъдещето. Полезността, на която и да е компания, се определя от това, на колко се оценяват днес нейните бъдещи доходи. Оценката на предприятието непосредствено се влияе от нивото на възвръщаемост от дейността му и очакваната печалба от неговата препродажба. Поради това много важна величина са качеството и продължителността на очакваните бъдещи доходи.

Доходността на всяка икономическа дейност се определя от факторите капитал, работна сила и мениджмънт. За оценката на дадена компания е необходимо да се знае делът на всеки от тези фактори при формирането на дохода ѝ. Оттук произлиза **принципът на участие**, който се изразява в следното: дали включването на който и да е допълнителен актив към системата на предприятието е икономически целесъобразно, дали полученият прираст в стойността на компанията е по-голям, отколкото разхо-

дите по придобиването на този актив. Всеки фактор трябва да се разглежда от гледна точка на доходите, които създава в дадената дейност.

От изменението на един или друг фактор на производителността може да се увеличи или намали стойността на оценявания обект. От това произлиза още един принцип на оценката на бизнеса, съдържанието на който може да се сведе до следното: с добавянето на ресурси към основните фактори на производството, възвръщаемостта се увеличава по-бързо от темпа на ръст на разходите, но след достигането на определена точка възвръщаемостта расте, но със забавящи се темпове. Това забавяне продължава дотогава, докато прирастът на стойността не стане по-малък от разходите по добавянето на ресурси. Този принцип се базира на теорията за пределния доход и се казва **принцип на пределната производителност**.

Компанията – това е система, а едни от закономерностите за развитието и съществуването на системата се явяват балансираността и пропорционалността на нейните елементи. Най-висока ефективност тя достига при обективно обуславяне на пропорционалността на факторите на производството. Различните елементи на системата-компания трябва да бъдат съгласувани помежду си по пропускателни способности и други характеристики. Добавянето на какъвто и да е елемент в системата, води към нарушение на пропорционалността, което води към ръст на стойността на бизнеса.

И така при оценката на стойността на дадена компания е необходимо да се отчита **принципа на балансираността (пропорционалността)**, според който максималният доход може да се получи при съблюдаване на оптималните величини на факторите на производството. Един от важните моменти при прилагането на този принцип се явява съответствието между размерите на компанията и потребностите на пазара. Ако компанията е голяма за потребностите на пазара, то нейната ефективност намалява.

Полезността е определена във времето и пространството. Пазарът отчита тази оп-

ределеност преди всичко чрез цената. Ако компанията съответства на пазарните стандарти, характерни в конкретното време за даденото място, то нейната цена ще се колебае между среднопазарните значения. Обратно, ако не съответства на изискванията на пазара, то това по правило се отразява чрез по-ниската ѝ цена. С действието на тази закономерност е свързан друг принцип – **принципът на съответствията**, според който компаниите, които не съответстват на изискванията на пазара, по-скоро от всички ще бъдат оценени под средната стойност на пазара.

При оценката на стойността на дадена компания е необходимо да се отчита конкуренцията в дадения отрасъл понастоящем и в бъдеще. Ако отрасълът, в който функционира компанията, реализира свръхпечалба, то при свободна пазарна икономика в тази област ще се опитат да проникнат и други компании. Това е **принципът на конкуренцията**, който понижава текущата стойност на бъдещите приходи.

Стойността на бизнеса се определя не само от вътрешните фактори, но и от много външни фактори. Стойността на компанията, нейното имущество в значителна степен зависи от състоянието на външната среда, степента на икономическа и политическа стабилност в страната. Следователно при оценката на предприятия е необходимо да се взема под внимание **принципът на зависимост от външната среда**.

Изменението на политическите, икономическите и социалните условия влияе на конюнктурата на пазара и нивото на цените, което води до промяна в стойността на предприятието. Следователно, оценката на стойността на бизнеса трябва да се извършва към определена дата. В това се заключава **принципа на изменение на стойността**. Ето защо, за да се разгледат възможните варианти за дейност на дадена компания, е необходимо да се тръгне от условията на пазарната среда. Търсенето на пазара, възможностите за развитие на бизнеса, местоположението на компанията и други фактори определят алтернативите на дейността.

При разглеждането на алтернативите за развитие може да възникне въпросът за икономическото разделение на имуществените права на собствеността, ако това ще доведе до увеличаване на общата стойност. Икономическото разделяне е уместно, ако правата на обекта могат да се разделят на няколко имуществени интереси, вследствие на което ще се увеличи общата стойност на обекта – **принципи на икономическото разделение.**

Принципът на най-доброто и най-ефективното използване на собствеността гарантира на собственика максимална стойност на разглеждания обект. Той се прилага, ако оценката ще се използва за целите на реструктурирането. Ако нейната цел е определянето на стойността на действащото предприятие без да се отчитат възможни изменения, то този принцип не се прилага.

3. Същност и видове стойност

Преди да бъдат обобщени различните инструментите за оценка на акционерния капитал е полезно да се дефинира какво се има предвид под „стойност“ и да се разбере, че значението може да се променя в зависимост от контекста. Контекстът на оценката и нейната цел в повечето случаи определя подходящото определение за „стойност“ и по този начин влияе върху избора на анализатора на подход за оценяване.

Оригиналният термин „value“ се превежда на български език като „стойност“ и като „ценност“. Доколкото в икономиката тези двете понятия не са тъждествени ще разгледаме същността им. Стойността измерва определен обем разходи за производство на продукта, с отчитането на които се осъществява еквивалентен обмен на потребителската му ценност. Субективно-психологическото отношение към полезността на продукта представлява неговата ценност, на чиято основа се формира представата за необходимост от придобиването му (Касърова, 2008).

Логическата верига в случая е следната – продуктът е носител на стойност, съдържа качествения признак полезност, поради

което представлява за потребителя конкретна ценност (Фиг.1).



Фигура 1. Верига стойност – полезност – ценност

Представената верига ясно показва, че всяка „ценност“ има своя „стойност“, за всяка ценност се плаща. Или ценността на компанията се измерва с тази стойност, която купувачът е готов да заплати за стоките и услугите ѝ. Следователно, стойността е разчетна величина и зависи от активността на пазара и от поведението на отделните инвеститори. Именно като такава, тя се вписва в стойностния подход.

При вземането на добри управленски решения мениджърът се нуждае от цялата налична информация и в тази връзка считаме, че няма друга финансова метрика, която да използва цялата информация освен стойността на компанията. Причините за това са следните:

Стойността е базово понятие в икономиката, аналогично на понятието „материя“ във философията. Във финансите се използва по-тясна дефиниция на стойността, а именно способността на активите да се обменят срещу пари. Стойността на актива се определя като сумата, която може да бъде получена при този обмен. При фактическото осъществяване на сделката стойността се проявява под формата на цена.

Стойността на активите, принадлежащи на индивида формират неговото богатство. Стремейки се към увеличаването му, собственикът може да инвестира активите си в действащи или нововъзникващи бизнес начинания. Водещата цел на мениджмънта на компанията е да максимизира доходите на инвеститорите, които са функция от маржа на печалбата, асоциирания риск, съществуващата конкуренция в индустрията, пазарния дял на компанията, стойността на парите във времето, нематериалните активи и др.

Стойността е **универсална метрика**, приложима на ниво акция, дял или компания като цяло. Тя допълва показателя пазарна капитализация при публичните компании, в случаи на съмнения за недооценени книжа. Може да се използва и при частни компании, като и в двата случая стойността отчита фундаменталните възможности за растеж, а не текущите очаквания на пазара.

В резултат на приведените по-горе аргументи ще отбележим, че стойността е самостоятелен икономически критерий, отразяващ интегралния ефект на въздействие на взетите управленски решения върху всички параметри, измерващи ефективността на дейността на компанията (пазарен дял, инвестиционни потребности, операциона ефективност, парични потоци, риск), който позволява да се ранжират вариантите в случай на множественост и да се формулират недвусмислени и еднозначни изводи за дейността на компанията. Само при наличието на такъв критерий се осигурява балансираност, а в последствие и ефективност на усилията на всички организационни нива. Стойността може да се прилага във всички икономически сектори, за всеки стадий от жизнения цикъл на компанията и за всеки вид стопанска дейност, като позволява сравнение между различни компании, намиращи се на различни стадии на този цикъл и между различни структурни подразделения в една компания.

Анализът дотук ни дава основание да изведем следните **основни предимства** на стойността в качеството ѝ на управленски критерий:

Първо, оценката на стойността се опира на по-обективни данни в сравнение с традиционните счетоводни коефициенти. Промените в методологията и различното счетоводно отчитане правят трудно съпоставянето на резултатите в два различни периода, както и между отделните компании. Освен това е възможно финансовата отчетност да съответства на счетоводните стандарти, но да не отразява истинската картина в компанията.

Второ, стойността отчита дългосрочните перспективи от дейността на компа-

нията тъй като в основата на оценката на стойността са прогнозните парични потоци. Обосновката на финансови решения на базата на краткосрочни показатели като печалба на акция и рентабилност на капитала може да доведе до неочаквани сътресения и вероятност от несъстоятелност в бъдеще.

Трето, стойността позволява да се отчита риска за инвеститорите (бизнес риск и финансов риск), който се включва в дисконтовата норма и по този начин обезпечава вземането на адекватни решения за инвеститорите.

Четвърто, стойността е интегрален показател във формирането на който участват всички компоненти на икономическата дейност на стопанската организация, като съществуващите взаимозависимости са реални и позволяват да се проследи как въздействието върху един ключов фактор рефлектира върху крайният измерител за стойността на бизнеса.

Пето, стойността е най-достъпния и разбираем измерител от позицията на собствениците на бизнеса, които по презумпция не са със специализирана финансова подготовка и се нуждаят от ясен критерий за обосновка на управленските решения.

Конкретизирането на стойността е пряко свързано с целта на оценката, определяща предназначението на оценената стойност. **Критично допускане** в оценката на собствен капитал, прилагано към публично търгуваните ценни книжа, е че пазарната цена на дадени ценни книжа може да се различава от фундаменталната им стойност. Фундаменталната стойност на всеки актив е стойността на актива въз основа на предполагаемо пълно разбиране на инвестиционните му характеристики. Ако пазарните цени, които по същество са свободно достъпни, напълно отразяват фундаменталната стойност на ценните книжа, тогава един разумен инвеститор не би поел разходите по добиването и анализирането на информация за целите на втора оценка на стойността на ценните книжа (Grossman and Stiglitz, 1980). Основните видове стойност са представени на следващата фигура 2.



Фигура 2. Видове стойност

Вътрешна или фундаментална стойност (Intrinsic, Fundamental Value - FV) е прогнозна величина за истинската стойност на дадена компания, като взема предвид всички аспекти на бизнеса, от гледна точка на материални и нематериални фактори. Тя е равна на сумата на бъдещите приходи, дисконтирани до настоящето, използвайки процент, отразяващ риска на инвестицията. Счита се, че на конкурентен и открит пазар в дългосрочен аспект пазарната стойност се стреми към фундаменталната стойност. Използва се при управлението на публични и непублични (затворени) компании и зависи от капиталоемкостта на бизнеса и дългосрочните перспективи в развитието му, свързани с достъпа до технологии, нивото на конкуренцията в отрасъла, степента на държавно регулиране и продължителността на инвестиционния цикъл.

Когато мениджърите вземат управленски решения от особена важност е да действат по начин, който увеличава фундаменталната стойност на акциите на компанията и да избягват действия, които биха довели до нейното разрушаване. Основният метод за оценката ѝ е метода на дисконтираните парични потоци (DCF), или:

Фундаменталната стойност = Приведената стойност на прогнозните парични потоци + приведената стойност на заключителния (терминален) поток + стойността на специфични нематериални активи (напр. качество на мениджмънта, квалификация на персонала)

Или фундаменталната стойност на компанията е стойността на чистите парични потоци, които получават всички инвеститори (както кредитори, така и акционери) в течение на предполагаемия срок на съществуване на компанията. Отделно може да се

калкулира фундаменталната стойност на собствения (акционерния) капитал на компанията, като в този случай в разчета следва да се вземат предвид само стойността на чистите парични потоци за удовлетворяване на исканията на акционерите.

Пазарната стойност (Market value - MV) се явява възплъщението на фундаменталната стойност на компанията на капиталовия пазар. При публичните компании представлява цената, която пазарът е готов да заплати за акционерното дружество. При затворените компании тя се определя като пазарната стойност на собствения капитал (разликата между пазарната стойност на активите и задълженията). Изменението на пазарната стойност е тясно свързано с очакванията на капиталовия пазар за бъдещите перспективи на дейността на компанията, бъдещата доходност на инвестициите и зависи от това как компанията осъществява информационно взаимодействие с участниците на пазара на ценни книжа. На практика очакванията на инвеститорите и реалната доходност на компанията могат да се различават или пазарната стойност ще бъде равна на фундаменталната само в условията на съвършен пазар. Повишаването на цената на акциите, обаче, не винаги означава повишаване стойността на компанията и обратно. Причината е, че цената на акциите зависи, както от очакваните бъдещи доходи, така и от спекулативни действия на капиталовия пазар.

Балансова стойност (Book value - BV) е сумата, с която един актив се признава във финансовия отчет, след като се приспадат всички натрупани по него амортизации и се коригира със загубите от обезценката им и с извършените преоценки. Основното различие между фундаменталната и балансовата стойност на компанията се изразява в историческия характер на последната. Ограничеността на счетоводния модел се изразява в това, че принципа на фактически проведените операции и фактическите разходи доминира не само на етапа на включване на информацията в отчета, но и в логиката на последващия анализ и взетите решения.

Успешният резултат по логиката на счетоводния модел е ситуацията, в която се реализира възвращаемост над нивото на фактическите разходи, но този подход не отразява създаването на фундаментална стойност за бизнеса. Балансовият модел не дава отговор на въпроса сравнима ли е счетоводната печалба с инвестиционния риск, как той е компенсирен и достатъчно ли е това за инвеститора. От тук следва, че при вземането на ключови управленски решения не може да се оперира с данни, разчетени на основата на счетоводните стандарти или балансовата стойност не може да се използва като основа за коректна аналитична оценка на дейността на компанията.

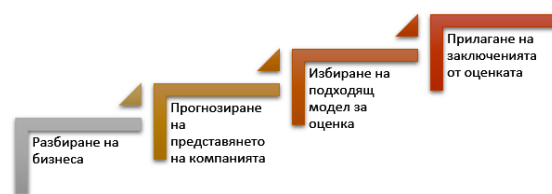
В дългосрочен план управлението на компанията на основата на стойността трябва да се придържа към следната зависимост:

$$FV > MV > BV \rightarrow \max$$

В резултат на приведените аргументи се спираме на фундаменталната стойност в качеството на базисен показател, чиято максимизация е основна цел на мениджмънта и критерий, използван при вземането на управленски решения. Този показател се явява предпочитан от нас за оценката на ефективността на дейността на компанията, доколкото отразява дългосрочните последици от взетите управленски решения вземайки предвид не само размера на доходите, но и периода на възникването им, като отчита стойността на парите във времето за разлика от показателите, стъпващи на исторически счетоводни данни.

4. Процес на оценяване

Като цяло процесът на оценяване стойността на акцията на публична компания включва следните **четири стъпки** (фиг.3):



Фигура 3. Етапи от процеса на оценка

4.1. Разбиране на бизнеса

За прогнозиране на представянето на компанията, което на свой ред ще определи стойността на инвестицията в компанията или нейните ценни книжа, е полезно да се разбере икономическият и индустриален контекст, в който компанията работи, бизнес модела и предишната предходни финансови резултати. Индустриалният и конкурентният анализ, заедно с анализ на финансовите отчети на компанията, дава основа за прогнозиране на представянето (Koller et al., 2010). При наличието на такава информация, анализаторът е по-способен да оценява риска и да прогнозира бъдещи парични потоци. Освен това анализаторът може да изследва чувствителността, за да определи как различните ключови променливи биха повлияли на оценката.

Присъщата **рентабилност на индустрията** е важен фактор за определяне на рентабилността на компанията. Анализаторите трябва да се опитат да разберат структурата на индустрията - съществените икономически и технически характеристики и тенденциите, които засягат тази структура. Особено важни за оценката са факторите, които биха могли да повлияят на дългосрочната рентабилност на индустрията и на перспективите за растеж като например демографските тенденции. Пазарният дял на дружеството показва неговата относителна конкурентна позиция в дадена индустрия. Като цяло, стойността на една компания е по-висока дотолкова доколкото може да създава и поддържа предимство в сравнение с конкуренцията.

Анализът на финансовите отчети на компанията предоставя основа за оценка на резултатите на компанията в сравнение с нейните стратегически цели и за разработване на очаквания за вероятното бъдещо представяне на компанията. При разглеждането на финансовото представяне трябва да се имат предвид две важни обстоятелства. Първо, трябва да се има предвид значението на качествените, т.е. нечислени фактори. Такива фактори включват например структурата на собствеността на дружеството, не-

говите интелектуални ресурси, условията на нематериалните му активи, като лицензи и споразумения за франчайзинг, както и потенциалните последици от съдебни спорове или други непредвидени задължения. Второ, важно е при прогнозиране на бъдещи финансови резултати да се избягва просто екстраполиране на представянето от минали години. Ето защо анализаторите, които правят дългосрочни прогнози допускат, че краткосрочните спадове или ръстове в представянето на една компания ще се изгладят и общия финансов резултат ще се доближи до средното за икономиката.

4.2. Прогнозиране на финансовите резултати

Анализаторите използват познанията си за индустрията, конкурентното позициониране и анализа на финансовите отчети, за да формулират конкретни прогнози по отношение на *продажби, печалби и парични потоци* на компанията. Анализаторите обикновено вземат предвид както качествени, така и количествени фактори във финансовото прогнозиране и оценка. Например, анализаторът може да променя своите прогнози и оценки въз основа на качествени фактори, като отчита качествата на мениджмънта и/или прозрачността и качеството на счетоводните практики на дружеството. Тези качествени фактори са неизбежно субективни.

4.3. Избор на подходящ модел за оценка

Това е следващата стъпка в процеса на оценяване - изборът на подходящия модел за оценка в зависимост от конкретния обект на оценка. Най-често в практиката се прилагат **четири основни подхода**: на база на активите, приходен, пазарен и опционен (Международни стандарти за оценяване, 2011). Всеки от тях се реализира чрез специфични методи и процедури, а също така трябва да се съблюдават някои особени условия и наличието на достатъчно фактори. Информацията, използвана в един или друг от подходите, отразява или настоящото положение на фирмата, или нейни минали достижения, или очаквани в бъдеще приходи. Резултатът, получен на основата на комбиниране

на всичките подходи се явява най-обоснован и обективен.

Подходът на активите се базира на идеята за нетна настояща стойност, а стойността на оценяваната компания се изчислява като разлика между стойността на активите и стойността на задълженията. Той е подходящ за компании, които поддържат високо ниво на активите. Прилага се при действащи предприятия. Този подход е трудно приложим при оценки на уникални обекти, исторически ценности и др. Подходът формира стандарт на стойност-справедлива пазарна стойност. Това е тази сума, срещу която едно имущество може да се прехвърли в пряка сделка между информиран и желаещ продавач и информиран и желаещ купувач, при условие, че нито една от страните не е подложена на външен натиск. Подходът на разходите е най-консервативният и осигурява най-малко бъдещо ориентирана информация, която да е полезна в процеса на управление на стойността на компанията. Ето защо, резултатът от приложението на разходния подход обикновено се използва в качеството на долна граница на диапазона на стойността.

Доходният подход е принципен начин за определяне стойността на компания, дял и обособена част или ценни книжа чрез прилагане на един или повече методи, при които стойността се определя чрез дисконтиране на очакваните парични потоци. Той се прилага при действащи предприятия и определя тяхната справедлива пазарна стойност, при поръчка на оценката от страна на продавача и инвестиционната им стойност, при поръчка от страна на евентуален купувач, в зависимост от перспективите за бъдещото им развитие. Подходът се прилага при предприятия, които имат печеливша история, които са във фазата растеж/зрялост, имат стабилни темпове на развитие и перспективи по отношение на продукцията и пазари. Стойността на бизнеса зависи от способността му да генерира приходи и да възвръща вложените инвестиции. Този подход е един от най-трудоемките, предвид високите изисквания за качеството на входните данни.

Пазарният подход се базира на принципа на алтернативната инвестиция, като сравнява предмета на оценката с подобни компании, дялове или ценни книжа, които са вече продадени. Данните за компании, чиито акции се намират в свободна продажба, след извършването на съответни корекции при необходимост, служат като ориентир за определяне стойността на оценяваната компания (Коллер и др., 2005). Подходът е по-малко трудоемък в сравнение с доходния, предвид това, че използва пазарни множители (price multiples) на готово. За успешното му прилагане са необходими следните предпоставки: съществуващ и активен пазар, яснота за времето на осъществяване на транзакцията, наличие на достатъчен брой транзакции с аналогични активи и независимост на участниците. Трудности при прилагането му се провокират от индивидуалните характеристики на всяка компания, поради което намирането на аналози е сложна задача. ,,

В резултат на развитието на финансовата теория и изчислителната техника през последните години популярност добива нов подход за оценка на стойността на компанията, в частност оценка на инвестиционни проекти, а именно подхода на реалните опции. Предимството им пред традиционните подходи за оценка е това че отчитат неопределеността на средата и управленската гъвкавост. Реалните опции позволяват на мениджърите на компанията от една страна да увеличават добавената стойност на бизнеса, като използват положителните ефекти от стечението на факторите, а от друга да минимизират загубите. Ето защо е важно да се определи стойността им, за да се оцени приносът им към стойността на компанията като цяло. Това е особено валидно за стартиращите компании, при които паричният поток е отрицателен, използването на мултипликатори невинаги е рационално и единственият реален актив на компанията е портфейла ѝ от реални опции. Сред най-важните опциите, с които разполагат компанията са (Culp, 2002):

- Опции за отказ (Abandonment option) – ако пазарните условия силно се влошат,

мениджърите на компанията може да преустановят оперативната дейност и да продадат на вторичния пазар част от активите, имащи ликвидационна стойност (оборудване и др. активи). Тази опция е особено важна в капиталоемките отрасли.

- Опции за отсрочка (Option to defer) – дава правото на компанията да отсрочи дадена инвестиция и формално наподобява опцията за покупки на акции (call option).

- Опция за планиране на времето (Time to build option) – разпределянето на инвестицията по фази създава опцията за отказ от компанията в случай, че постъпят неблагоприятни новини.

- Опция за промяна в операционния мащаб (Option to alter operating scale) – ако пазарните условия са по-благоприятни от очакваното, компанията може да разшири обема на производство или да ускори използването на ресурси и обратно.

- Опция за превключване (Option to switch) – правото на компанията да премине от един род дейност на друг, например при промяна в цените и търсенето на продукта, управленският екип може да променя продуктовия асортимент или спектъра от предлагани услуги.

Изборът на подход и конкретен модел за оценка на стойността на акцията зависи от няколко фактора: достъпът до информация, конкретната цел на оценката, приемливата степен на субективност и желаната времева перспектива. Подходът на разходите е най-консервативният и осигурява най-малко бъдещо ориентирана информация, ето защо той не е предпочитан от нас. Пазарният подход предполага пазарни данни за транзакции с аналози, което може да се окаже трудоемка задача, но отчита текущата икономическа ситуация. От своя страна, доходният подход отчита способността на компанията да генерира икономически ползи, отчита стойността на парите във времето и гледайки към бъдещето избягва много от проблемите, асоциирани със зависимостта от разходите. При оценката на компании от високотехнологични сектори най-подходящ се явява подходът на реалните опции, пред-

вид зависимостта на генерираните парични потоци от гъвкавостта на бъдещите управленски решения.

В следващото изложение ще предложим методология от три взаимодопълващи се модела за определяне на фундаменталната стойност на акция на публична компания. Първите два принадлежат към подхода на дохода и се базират на настояща стойност на паричните потоци на бизнеса. Третият е сравнителен и е част от пазарния подход:

- *Модел на дисконтираните дивиденди (Dividend Discount Model – DDM);*
- *Модел на остатъчната печалба (Residual Income);*
- *Пазарен множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал (Price/Book Value).*

Моделът на дисконтираните дивиденди (DDM) е подходящ за оценка на капитала на компании, които изплащат редовно дивидент. От друга страна, Моделът на остатъчната печалба (RI) се прилага там, където не може да се използва DDM моделът. Това е така предвид че при RI модела основната част от стойността не се дължи на терминалната стойност, чието изчисление би могло да бъде несигурно, тъй като зависи от прецизното прогнозиране на ръста в следпрогнозния период. Ето защо RI моделът може успешно да служи за *верифицирането* на резултатите получени по DDM моделът. Пазарният множител P/BV може да бъде *приложен при всички компании за които има сравними публични аналози*. Стойността получена по модела на пазарните множители е базирана на показатели налични в текущия момент, като по този начин преодолява несигурността свързана с прогнозирането на паричните потоци при другите два модела.

- *Модел на дисконтираните дивиденди (DDM)*

Моделът на дисконтираните дивиденди (DDM) дефинира дивидентите като парични потоци. Основния аргумент за използването на тази дефиниция е, че инвеститор, който купува и държи акции в общия случай получава доходност под формата на ди-

видент. Доколкото дивидентите са по-малко волатилни от печалбата, относителната им стабилност би могла да направи DDM стойностите по-малко чувствителни към краткотрайни флукуации в сравнение с алтернативните модели на дисконтираните парични потоци. В повечето случаи анализаторите разглеждат DDM стойностите като *отражение на фундаменталната стойност в дългосрочен план*.

Базовата разновидност на DDM се основава на еднократен период на задържане. Ако инвеститор желае да закупи акция и да я задържи за една година, стойността на тази акция ще бъде настоящата стойност на дивидента, който ще бъде получен от акцията плюс настоящата стойност на продажната цена на акцията след една година:

$$(1) \quad V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1} = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)^1}$$

където:

V_0 = стойността на акцията днес, при $t=0$

P_1 = очакваната цена на акция след една година, при $t=1$

D_1 = очаквания дивидент на акция за година 1, при допускането, че се изплаща в края на годината

r = изискуема норма на възвръщаемост на акцията

Ако инвеститор планира да задържи акцията за две или повече години, стойността на акцията ще бъде сумата от настоящите стойности на дивидента от първата до n -тата година плюс настоящата стойност на продажната цена на акцията в последната година (Damodaran, 2012):

$$(2) \quad V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Тук анализаторът може да направи индивидуални прогнози за дивидентите за краен хоризонт (обикновено пет години) и в следствие да определи терминалната стойност (P_n). *Бъдещите дивиденди* могат да се прогнозират, чрез няколко основни техники (Pinto et al., 2010):

- Избор на модел на растеж:
 - Постоянен растеж в безкрайност (модел на Гордън);
 - Двухазен растеж;
 - Трихазен растеж.
- Индивидуално прогнозиране на краен брой дивидендни плащания до терминалния период, чрез използването на проформа отчет. Обикновено такава прогноза се разработва за период между 3-10 години в бъдещето. В последствие могат да се изчислят:

- Оставащите дивиденди след края на прогнозния период, чрез прилагане на един от моделите за растеж;

- Стойността на акцията в терминалния период

- *Модел на остатъчната печалба (Residual Income - RI)*

Остатъчната печалба е една от дефинициите за паричен поток. В общия случай остатъчната печалба за даден период е печалбата за този период, която надхвърля изискуемата доходност на инвеститора. **Изискуемата доходност** е така наречената алтернативна цена (*opportunity cost*) за инвестирането в една акция: най-високата очаквана доходност, която може да бъде получена от други инвестиции при равни нива на риск. Моделът до голяма степен е разработен в научните трудове на Feltham and Ohlson (2012). Моделът на остатъчната печалба гласи, че стойността на акцията е равна на балансовата стойност на акция плюс настоящата стойност на бъдещите остатъчни печалби.

$$(3) \quad V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r)B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

където,

V_0 = Стойност на акция в текущия момент ($t=0$)

B_0 = Балансова стойност на акция в текущия момент ($t=0$)

B_t = Балансова стойност на акция във всеки следващ момент t

ROE_t = възвръщаемост на собствения капитал във всеки момент t

r - изискуемата доходност на инвеститора

За разлика от моделите на дисконтираните дивиденди и парични потоци, моделът на остатъчната печалба въвежда концепцията за *балансираната стойност* в уравнението за настоящата стойност. Независимо от това, RI може да се разглежда като друга постановка на DDM модела, но при разглеждането на доходността генерирана на ниво компания.

От записът на формула 3 става ясно, че моделът е чувствителен към собствения капитал, цената на неговото финансиране и икономическия спред ($ROE - r$). Когато **икономическият спред** е положителен компанията създава добавена стойност за своите акционери, тъй като постига по-висока доходност от изискуемата цена на капитала. И обратно, когато спредът е отрицателен бизнесът разрушава стойност за своите акционери, тъй като генерира възвръщаемост под минимално изискуемата.

- *Пазарен множител Цена/Балансова стойност на собствения капитал (Price/Book Value)*

Сред най-познатите и широко използвани инструменти за оценка са множителите базирани на цена на акция (Price multiples). Чрез тях инвеститорите оценяват дали стойността на една акция е справедлива, **подценена или надценена**, като отчитат какво тази акция купува по отношение на печалба, чисти активи, паричен поток или някоя друга метрика на стойността (изчислена на ниво акция).

При работата с пазарна цена на акция възниква въпросът коя разновидност да се използва: цена на затваряне или среднопрегледена цена за деня (Канарян, 2016). Изборът се предопределя от нивото на ликвидност на пазара и акцията. Цена затваря е за предпочитане при акции, които се търгуват на ликвидни и развити пазари. Среднопрегледената цена е препоръчително да се използва за акции, които се търгуват на развиващи се и периферни пазари.

В зависимост от вида на знаменателя разграничаваме два типа пазарни множители – базирани на **исторически** или **бъдещи стойности**. Историческата база се използ-

ва за фундаменталните показатели като печалба на една акция, приходите от продажби на една акция, паричен поток за една акция. Бъдещата (forward) стойност може да се използва само при наличие на надеждни оценки на фундаменталните показатели.

При пазарния множител Цена/Балансова стойност на СК (P/BV) в числител е цената на акцията, а в знаменател балансовата стойност на собствения капитал за една акция.

$$(4) \quad P/BV = \frac{\text{Цена на акция}}{\text{Собствен капитал на акция}}$$

Следователно, би могло да се каже, че балансовата стойност на акция изразява инвестицията, която обикновените акционери са направили в компанията. Тъй като целта е да се оценят обикновените акции, от собствения капитал се изваждат привилегированите акции, ако има такива.

Сред *предимства* на пазарният множител P/BV можем са посочим това че може да се използва, когато компанията има отрицателен финансов резултат, който ограничава използването на множителя Цена/Нетна печалба на акция (P/E). Последният може да бъде манипулиран посредством определени счетоводни похвати (Ненков, 2008). Като недостатък на множителя може да се посочи това че той не отчита фактори, които не се отразяват във финансовия отчет, например интелектуален капитал, ноу-хау, добри търговски отношения и др.

4.4. Определяне на крайна пазарна стойност

Извеждането на заключение за крайната пазарна стойност трябва да се основава на приложения стандарт на стойността, предназначението на оценката, както и на цялата, свързана с това налична информация към датата на оценката. Заключение-то трябва да се основава на индикацията за стойността, получена чрез прилагането на един или повече методи, на базата на един или няколко подхода за оценяване.

Подборът и *придаването на тежест* на методите и процедурите за оценка зависят от:

- приложимия стандарт на стойността (справедлива пазарна стойност, стойност на инвеститора или фундаментална стойност);
- предназначението и предвиденото използване на оценката;
- дали предметът на оценката е действаща компания, недвижим имот или инвестиционна холдингова компания, или дружество със значителен размер на непроизводствените или излишните активи;
- качеството и сигурността на данните, на които се основава индикацията на стойността;
- други аналогични фактори, които според мнението на анализатора трябва да се вземат под внимание като подходящи в конкретния случай.

В някои случаи един или повече методи могат да се окажат *неподходящи*. В други случаи могат да бъдат подходящи повече от един метод, отнасящи се към един подход. *Решението на анализатора* относно това, дали да се приложат относителни тежести, които да са в съответствие с получените индикации за стойността, основани на различни методи, или да преобладава индикацията за стойността на един метод, трябва да се основава на аргументирана преценка. Във всеки конкретен случай анализаторът трябва да представи *аргументация* и да изложи факторите за избора или за придаването на тежест на метода или методите, на чиято основа е изведено заключението за стойността.

Заключение

Предложената методология за оценка на акционерния капитал на публична компания чрез избрани методи от доходния и пазарния подход намира широко *практическо приложение*. С нейна помощ се установява стадия на икономическо развитие и перспективите за ръст на българските публични дружества. Резултатите от тази оценка дават изключително *полезна информация* на мениджърите, акционерите, специалистите по сливания и изкупувания и инвеститорите за управляването на стойността на бизнеса, неговата конкурентоспособност, как-

то и възможностите за максимизиране на богатството.

Приложението на пазарния подход се базира на *официално публикуваната* и достъпна пазарна и финансова информация, както и на използването на Интернет ресурси. Освен това той има експресен характер, реализира се евтино и може да се прилага при външни оценки.

Според доходният подход допълнителна стойност за акционерите се създава само тогава, когато възвращаемостта от инвестициите в компанията превишава тяхната алтернативна стойност. За реализирането на тази цел компанията използва показатели за прогнозиране и измерване на резултатите от дейността ѝ, които мотивират мениджърите да максимизират благосъстоянието на акционерите, информират за степента на достигането на тази основна цел, позволяват осъществяване на прозрачна и правилна оценка на достигнатото и отразяват потенциала на компанията за създаване на стойност в бъдеще.

Литература

Васильева, Л.С. 2016. Оценка бизнеса. Кнорус. Москва, достъпен на: http://www.knorus.ru/upload/knorus_new/pdf/9243.pdf, последно посетен на 2.06.2017.

Канарян, Н. 2016. Оценка на активи, чрез пазарни множители. Научен електронен архив НБУ, достъпен на: <http://eprints.nbu.bg/2889/>, последно посетен на 5.06.2017.

Касърова, В. 2008. Управление на стойността - нова управленска концепция, Финансови иновации, Нов български университет.

Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. 2005. Стойностъ компании: оценка и управление. Олимп-Бизнес. Москва.

Международни стандарти за оценяване. 2011. Съвет за международни стандарти за оценяване, достъпен на: <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/961fh8s023zbyctd.pdf>, последно посетен на 22.05.2017.

Ненков, Д. 2008. Пазарната стойност на публичните дружества на българската фондова борса през призмата на фундаменталните коефициенти „Цена-Доход“ и „Цена-Счетоводна стойност“. Финансови решения: изследвания и практики. Нов български университет.

Culp, C. 2002. Structured Finance and Insurance: The ART of Managing Capital and Risk, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. 2012. *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 3rd edition, John Wiley & Sons.

Feltham, G. A., Ohlson, J. A. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, 11, p. 689-732.

Grossman, S., Stiglitz, J. 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, vol. 70, issue 3, 393-408.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition, Wiley.

Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., Stowe, J. 2010. *Equity Asset Valuation*. Second Edition. John Wiley & Sons.

АЛТЕРНАТИВЕН ПОДХОД ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ЦЕНАТА НА КАПИТАЛА: ПО ПРИМЕРА НА БЪЛГАРСКИТЕ АДСИЦ

Нигохос Канарян¹, Никол Колева²
Нов Български Университет

Резюме: Разработката е мотивирана от множеството изследвания върху проблема за определяне на цената на собствения капитал. Емпиричните проверки свидетелстват, че при определени условия някои от моделите, които се основават на класическия Модел за оценка на капиталовите активи не могат да бъдат използвани. Поради това се тества приложимостта на подхода на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) при определянето на цената на

собствения капитал на седем български АД-СИЦ. За сравнимост използвахме и модела за оценка на капиталовите активи. Резултатите, които се получават са адекватни стойности на цената на собствения капитал, в сравнение с модела за оценка на капиталовите активи, които не налагат добавяне на необосновани рискови премии.

Ключови думи: Цена на собствения капитал, оценяване на активи, АДСИЦ

ALTERNATIVE APPROACH FOR COST OF CAPITAL DETERMINATION: THE CASE OF BULGARIAN REITS

Nigohos Kanaryan, Nikol Koleva
New Bulgarian university

Abstract: The paper is motivated by numerous studies on cost of equity calculation. Empirical test prove that certain CAPM modified models cannot provide correct values of the cost of equity of companies from emerging markets. Thus, the applicability of the Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) approach for cost of equity estimation is tested for seven Bulgarian REITs. The results show that the cost of

equity values calculated by the Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) are more adequate than those obtained by the CAPM.

Keywords: Cost of equity, valuation, REIT

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: nkanaryan@nbu.bg
Написал: Резюме, Въведение, Емпирични резултати, Заключение

² Магистър по икономика, Нов български университет, email: koleva_92@abv.bg Написала: Методология и оформила литературата

Въведение

Приходният подход е един от трите подхода за оценяване на активи, приети от Съвета на Международните стандарти за оценяване (IVS, 2017). IVS (2017) предписва използването на три метода на подхода: (1) капитализация; (2) дисконтираните парични потоци (DCF); и (3) различни модели за оценка на опциите. Моделът на дисконтираните парични потоци е илюстриран в TIP 1 Discounted Cash Flows на IVS. Една от основните променливи на модела е дисконтовият процент. IVS в параграф 21 на TIP 1 представя Модела за оценка на капиталовите активи (МОКА), предложен от Sharpe (1964), като метод за определяне на дисконтовия процент или цената на собствения капитал. МОКА може да бъде коригиран за странови риск или други специфични рискове, както е показано от Канарян (2016), но TIP 1 на IVS не отчита възможността за корекции. Техническият документ не разграничава приложението на МОКА според (1) нивото на интеграция на капиталовия пазар; (2) степента на развитие на капиталовия пазар; (3) нивото на диверсификация на инвеститора.

Kanaryan et. al. (2015) предлагат модел, който е модификация на модела за определяне на цената на собствения капитал Salomon Smith Barney. Моделът е приложен към български АДСИЦ и предполага, че (1) българският капиталов пазар е частично интегриран към Глобалния капиталов пазар, (2) В дългосрочен период паритетът на покупателна способност е валиден, и (3) липса на ефекта на размера на компанията. Моделът отразява и някои характеристики, които са типични за развиващите се пазари: (1) степента на диверсификация на даден инвеститор (частична диверсифицируемост); (2) страновия риск; and (3) времево изменящата се природа на риска.

Въпреки успешната модификация на модела на Salomon Smith Barney предложението от Kanaryan et. al. (2015) би могъл да се усъвършенства в няколко насоки: (1) да включи ефекта на лоста в безусловната

волатилност, чрез използване на асиметричен GARCH модел, или да се опрости до (2) модели, предложени от Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) и Canadas and Rojo-Ramirez (2011). В резултат на емпирични тестове на модела на Kanaryan et. al. (2015) установихме, че той е чувствителен към дължината на динамичните редове на възвръщаемостта на оценяваните компании. Поради това при малки извадки от данни на възвръщаемостта на оценяваните акции моделът, в частта си на изчисляването на безусловната волатилност, не може да даде коректни данни. Именно тази особеност на модела, която се прояви при прилагането му в български условия ни мотивира да тестваме приложимостта на подхода на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) и Canadas and Rojo-Ramirez (2011).

Методология

Методологията, разработена от Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) и Canadas and Rojo-Ramirez (2011) за определяне на дисконтова норма за целите на оценяване на частни компании, ще бъде представена на кратко. Те извеждат уравнение за определяне на нормата на дисконтиране при изчисляването на сегашната стойност на паричните потоци, което се основава на допусканията на Modigliani и Miller (1958) и теорията за равновесието на капиталови пазари. Авторите разглеждат икономически агент, който инвестира във финансов актив, който репликира еталонен пазарен индекс, който има доходност r_m и стандартно отклонение σ_m . Освен това инвеститорът може да се финансира с дълг по безрискова норма на възвръщаемост (r_f) и инвестира получената сума в икономическа дейност, която има доходност r и стандартно отклонение σ . Така, общата доходност (R_T), реализирана от инвеститора ще се представи чрез уравнения 1 и 2.

$$(1) \quad r_T = r_M - r_f + r$$

или

$$(2) \quad r_T = P_M + r,$$

където: $P_M = r_M - r_f$ е пазарната рискова премия.

Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) извеждат допълнителната доходност, получена от инвеститора, отделно от пазарната рискова премия като се основават на Modigliani и Miller (1958). Според двамата автори при определени хипотези стойността на компанията (или цената и на капитала) не зависи от финансовия лост (ливъридж)¹. Коефициентът на ливъридж се определя като съотношението между общия дълг и общия собствен капитал (уравнение 3) или също като дългов коефициент, т.е. общ дълг върху общо активи (уравнение 4).

$$(3) \quad L = \frac{D}{E}$$

$$(4) \quad L = \frac{D}{V},$$

където:

L – ливъридж;

D – пазарна стойност на дълга;

E – пазарна стойност на собствен капитал;

V – пазарната стойност на компанията.

Ако се приеме, че всички фирми работят в условията на пазарна икономика и се разгледа само една от всичките фирми, която Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) обозначават със Z, то според първия принцип на Modigliani и Miller (1958) цената на капитала на фирма Z, наречена k, не зависи от пазарната стойност на собствения капитал, E, и пазарната стойност на дълга, D. Въз основа на принципите на Modigliani и Miller Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) първо предлагат решение на ниво специфичен сектор на икономиката, след което предлагат решение за специфична фирма.

Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) използват като отправна точка рентабилността на собствения капитал на дадена компания (уравнение 5) и концепцията за хомогенност на фирмите в даден клас. Според Modigliani и Miller (1958), фирмите могат да бъдат

разграничени в класове, така че възвръщаемостта на дадена фирма е перфектно корелирана с възвръщаемостта на акциите на друга фирма от същия клас. Това допускане означава, че различните фирми в един и същи клас се различават най-много чрез фактора мащаб. Значението на това допускане на Modigliani и Miller (1958) е важно, тъй като то позволява да се класифицират фирмите в групи, в рамките на които характеристиките по отношение на акциите на различните фирми са хомогенни. Оттук, акциите на една фирма може да служи като заместител на акциите на друга фирма от групата.

$$(5) \quad ROE = \frac{\text{Нетна печалба}}{\text{Собствен капитал}},$$

където:

ROE – рентабилност на собствения капитал.

Всички фирми в даден сектор ще имат перфектно корелирана възвръщаемост. Следователно според доказателствата изведени от Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) специфичната възвръщаемост (r) за неспекулативен бизнес ще бъде определена чрез уравнение 6.

$$(6) \quad r = r_f + (r_s - r_f)$$

където: σ е стандартното отклонение на възвръщаемостта разглежданата компания Z;

r_s – възвръщаемостта на сектора, към който принадлежи Z;

σ_s – стандартното отклонение на възвръщаемостта на сектора, към който принадлежи Z.

Като се вземат в предвид уравнение 2 и 6, то се извежда уравнение 7 и неговият еквивалент уравнение 8.

$$(7) \quad r_T = r_f + P_M + (r_s - r_f)$$

$$(8) \quad r_T = r_M + (r_s - r_f)$$

В уравнение 7 и 8, за по-голяма хомогенност Rojo-Ramirez et al. заместват P_M и r_M с P_s и r_s . Всъщност това удовлетворява условието на икономически агент, инвестиращ еталонния индекс на фондовия пазар. Авто-

³ Хипотезите са следните: (1) неутрални данъци; (2) липса на разходи, за преодоляване на фактори, които възпрепятстват сключването на сделки на капиталовите пазари; (3) симетрично финансиране на дълговите пазари, т.е. фирми и инвеститори заемат или дават на заем при един и същ лихвен процент; (4) финансовата политика на фирмата не разкрива никаква информация;

рите на тази методология признават за два нейни недостатъка:

1. Въпреки че, се търси допълнителна възвръщаемост от инвеститора, аргументите на авторите са в контекста на капиталовите пазари.

2. За съжаление, в повечето случаи, σ_s е непозната откъдето е необходима друга методология.

За да отстранят недостатък № 2 Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) използват рентабилността на активите или по-специално на рентабилността на инвестирания капитал (ROIC), уравнение 9.

$$(9) \quad \text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Average Investment Capital}}$$

където, EBIT е печалба преди лихви и данъци.

Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) допускат, че Z е съставена от n броя активи, A_1, A_2, \dots, A_n . Общият актив A_1 предполага инвестиция и или привлечен дълг в размер на M_i в компания Z_i . Обобщавайки рестрикциите на пазарната икономика в даден сектор, към който принадлежи Z_i , се твърди, че доходността получена от инвестиция в A_1 може да бъде k_i , т.е. цената на капитала на компанията Z_i . Това е така, защото в пазарната икономика, неконтролираните и/или спекулативните компоненти трябва да бъдат елиминирани, заради липсата на арбитраж. По тази причина, оперативната печалба, получена от компания Z ще бъде среднопретеглена стойност от доходоносните, получени от всеки актив (уравнение 1).

$$(10) \quad \underline{k} = \frac{\sum_{i=1}^n M_i * k_i}{\sum_{i=1}^n M_i}$$

където, някои k_i могат да бъдат равни на r_f , например в случай, че i -тия актив е отпуснат заем или привлечен кредит в размер на M_i по безрискова норма на възвръщаемост.

Като се има предвид, че k съвпада с ROIC и това допускане е в съответствие с твърдението на Modigliani and Miller, че цената на стока, която е вързоп от две други

стоки, не може да бъде различна от среднопретеглените цени на двата компонента Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) правят две уточнения:

1. Ако n -тия актив представлява всички възможни активи в уравнение 10, някои коефициенти ще бъдат равни на 0;

2. Предходните разсъждения са валидни за котираните и некотираните компании.

От гледна точка на тези разсъждения Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) допускат, че всички компании Z_i са котираните на съответните фондови пазари. От друга страна е валидно твърдението, че на даден фондов пазар са представени всички сектори на икономиката. Оттук, за всяка една компания има поне един аналог, по смисъла на концепцията за хомогенност на Modigliani и Miller (1958). Обобщавайки, Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) разглеждат активите на компания Z като портфейл, съставен от безрискови активи (краткосрочни ДЦК) и другорисков портфейл P . Оттук доходността на компания Z се изчислява чрез уравнение 11.

$$(11) \quad r = X_1 r_f + X_2 r_p,$$

където:

r_p - случайна променлива, която представлява доходността на рисковия портфейл;

X_1 - процент от нетната сума, която е заемана или дадена на заем;

X_2 - част от инвестираното в рисковия портфейл.

Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) в търсене на обобщена формула избират r_p като възвръщаемост на портфейл M , който представлява фондовия пазар в икономиката, като се основават на теорията за равновесните фондови пазари, уравнение 12.

$$(12) \quad r = r_f + \sigma,$$

Накрая, като се вземат уравнение 1 и 3, уравнение 12 ще има вида от уравнение 13. Уравнение 13' е приложено от Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) с цел тестване на методологията върху испански частни компании.

$$(13) \quad r_T = r_M + \sigma$$

или

$$(13') \quad r_T = r_f + P_M + P_{M'}$$

Изследванията на Bruner et al. (1998), Nel (2011), KPMG (2016), EY(2017), PwC (2017) показват, че в практиката най-често използваният модел за оценка на цената на собствения капитал е Модела за оценка на капиталови активи (МОКА). Пред класическия модел на Sharpe (1964) съществуват доста предизвикателства, когато се прилага в развиващи се пазари. Анкетиранията в изследванията на Голямата четворка коригират уравнението на МОКА с различни премии, най-вече за странови риск, като прилагат адитивен или мултипликативен подход. Другият проблем идва от там, че е трудно да се определи пазарният портфейл и поради това в практиката е възприето той да се представя от водещия пазарен индекс. Що се отнася до коефициента бета, то или той се взема на готово, най-често от Bloomberg, или се изчислява от анализатора/оценителя. С други думи, бизнесът използва коефициент бета, който е познат от учебниците, което позволява да се получат значителни разминавания в крайния резултат за определяне цената на собствения капитал, както споменават Димитрова и Костенаров (2008).

Обикновено факторите, които опорочават коефициента бета, а оттук цената на собствения капитал, са: (1) липса на честа търговия и (2) липса на пазарна дълбочина. Това води до ниски корелационни зависимости между компаниите и ниска волатилност на цените на акциите на дружествата. По този начин се подценява риска на анализиранията дружества и се получава по-ниска от очакваното цена на собствения капитал. Това води до необосновано надграждане с рискови премии, така че анализаторите/оценителите да получат приемлива, за тяхната представа за риска на анализиранията акция, цена на собствения капитал. Поради това ще бъдат сравнени резултатите от уравнение 13' с тези, които биха се получили при прилагане на класическия МОКА.

Емпирични резултати

Като продължение на изследването на Kanaryan et al. (2015) се анализират седем от най-популярните български АДСИЦ. Данните, които използват са за периода 2010 – 2016 година и са взети от Годишните финансови отчети на дружествата, публикувани на уеб страниците на дружествата или на сайта x3news. Цените на акциите на дружествата и стойностите на индекса SOFIX са от investor.bg. Пазарната рискова премия е определена съгласно методологията, описана в глава 5 на Касърова и колектив (2014). Доходността на 10 годишните български правителствени облигации е използвана за безрискова норма на доходност с източник сайта investing.com. Всички останали изчисления са собствени.

Основната идея е да се приложат двата подхода в рамките на българският пазар, т.е. този на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b), сравнен с класическия МОКА. Таблица 1 описва основната дейност на седемте анализирани дружества. Като цяло с изключение на „Буленд инвестмънтс“ АДСИЦ и „Адванс Терафонд“ АДСИЦ, които са специализирани в земеделска земя, всички останали са диверсифицирани фондове за имоти. Както се вижда от Таблица 2 двете земеделски АДСИЦ са единствените, които имат положителен нетен финансов резултат през разглеждания период. Това се дължи на изборията от тях бизнес модел, който е свързан със секюритизация на земеделска земя или нейното отдаване под наем или аренда, както и окрупняване и продажба на земеделски и урбанизирани земи в България. Поради това, те получават постоянни приходи от ренти или друг източник на техните приходи са покупката на земя на по-ниска цена и съответна продажбата и на по-висока. Освен това при „Буленд Инвестмънтс“ АДСИЦ – София се забелязва голямо увеличение на общите активи в сравнение с предходните три години, причината за което е придобиването на инвестиционни имоти от дружеството.

Таблица 1. Анализирани АДСИЦ

Дружество	Описание
Адванс Терафонд АДСИЦ	Най-големият АДСИЦ в България по пазарна капитализация и е включено във всички български борсови индекси. Основната му дейност се свързва с отдаване под наем или аренда, окрупняване и продажба на земеделски и урбанизирани земи в България
Булленд инвестмънтс АДСИЦ	Дружеството е със специална инвестиционна цел за секюритизация на земеделска земя. Функционира като инвестиционен фонд, набира средства чрез публично предлагане на акции (под формата на периодични увеличения на капитала) и влага набраните средства в недвижими имоти
Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ	Този фонд се специализира в стратегически покупки и инвестиции в имоти, които има висока възвращаемост във всички сектори на пазара на недвижими имоти в България. Основната му цел е да осигури на неговите акционери комбинация от текущ доход и нарастване на стойността на акциите в дългосрочен план
Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ	Осъществява дейности по инвестиране на паричните средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти (секюритизация на недвижими имоти).
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	Инвестира паричните средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти (секюритизация на недвижими имоти) посредством покупка на правото на собственост и други вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения в тях, с цел предоставяне им за управление, отдаване под наем, лизинг, аренда или продажбата им.
И Ар Джи Капитал - 3 АДСИЦ	Предметът на дейност на дружеството е набране на средства посредством издаване на ценни книжа и инвестиране на набраните парични средства в недвижими имоти (секюритизация в недвижими имоти)
Експат Бета АДСИЦ	Дружеството се стреми към съставянето на балансиран портфейл от търговски, офисни, жилищни и ваканционни недвижими имоти на ключови места.

„Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ- София е най-големият диверсифициран фонд за недвижими имоти. При него се забелязват две драстични промени в нетната печалба – през 2011 година и 2016 година, основно поради продажба на инвестиционни имоти от портфейла на дружеството. През 2014 година загубата се дължи на отчетена от дружеството поради промяна в справедливите стойности в инвестиционните имоти.

Следващият по размер на активи фонд е „Болкан Енд Сий Пропъртис“ АДСИЦ – Варна. Данните показват висока волатилност на нетния финансов резултат. През четири

последователни години фондът е на загуба, като едва през последните две години реализира малка печалба. При дружеството „Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ-Варна прави впечатление, също високата волатилност на нетния финансов резултат. Нетната печалба през анализирания период не е стабилна, а се регистрират високи печалби, следвани от по-ниски и дори загуби. „И Ар Джи Капитал – 3“ АДСИЦ-София и „Експат Бета“ АДСИЦ – София поддържат загуби за целия изследван период с изключение на второто дружество, което реализира печалба през последните две години.

Таблица 2. Общо активи и нетен финансов резултат по години

Дружество	Показател/ Година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Аванс Терафонд АДСИЦ	Нетна печалба	2,438	57,232	49,199	34,740	24,726	33,750	10,159
	Общо активи	152,518	211,322	239,332	233,150	223,903	236,859	240,661
Буленд Инвестмънтс АДСИЦ - София	Нетна печалба	728	1,076	2,489	667	371	524	-555
	Общо активи	17,835	17,948	19,176	35,788	28,625	24,309	22,149
Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ-София	Нетна печалба	702	11,261	1,719	1,685	-3,702	2,009	4,199
	Общо активи	97,216	72,458	72,377	77,947	71,740	72,609	84,837
Болкан Енд Сий Пропъртис АДСИЦ - Варна	Нетна печалба	6	-2,392	-1,178	-1,165	-1,523	624	448
	Общо активи	45,815	56,965	54,230	62,748	63,244	64,477	64,147
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ-Варна	Нетна печалба	-62	-129	7,003	898	-36	478	2,437
	Общо активи	7,774	7,897	14,982	16,115	15,834	15,415	42,287
И Ар Джи Капитал - 3 АДСИЦ-София	Нетна печалба	-1,077	-934	-799	-840	-3,930	-2,576	-746
	Общо активи	56,576	54,896	54,901	44,518	27,103	25,085	24,947
Експа Бета АДСИЦ - София	Нетна печалба	-190	-55	-346	-234	-108	1,054	125
	Общо активи	4,454	6,158	7,296	6,568	5,611	6,797	7,300

Таблица 3. Рентабилност на собствения капитал, ROE и стандартно отклонение на ROE

Дружество	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Стандартно отклонение
Аванс Терафонд АДСИЦ - Варна	1.5%	30.1%	24.6%	17.4%	12.5%	15.2%	4.7%	10.16%
Буленд Инвестмънс АДСИЦ - София	4.11%	6.02%	13.04%	3.66%	2.15%	3.33%	-3.37%	4.90%
Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ-София	0.9%	11.7%	2.1%	2.4%	-5.5%	3.0%	6.0%	5.21%
Болкан Енд Сий Пропъртис АДСИЦ - Варна	0.0%	-10.3%	-5.3%	-5.6%	-7.9%	3.1%	2.2%	5.19%
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ-Варна	7.6%	6.6%	138.7%	5.7%	-0.2%	3.1%	13.7%	50.31%
И Ар Джи Капитал - 3 АДСИЦ-София	-4.1%	-3.7%	-3.3%	-3.5%	-19.9%	-15.0%	-4.5%	6.80%
Експа Бета АДСИЦ - София	-3.5%	-1.1%	-5.9%	-5.0%	-2.6%	20.5%	2.3%	9.15%

Таблица 3 представя рентабилността на собствения капитал на анализиранията дружества, ROE, и стандартното отклонение. Данните от таблицата ще ни послужат като входящи променливи в уравнение 13. Двете земеделски дружества имат най-висока рентабилност, за разлика от останалите. Най-голяма е волатилността, измерена чрез стандартното отклонение на ROE, на „Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ-Варна. Високите стойности на рентабилност на „Аванс Терафонд АДСИЦ“ през 2011 и 2012 година водят до по-високото стандартно отклонение на ROE спрямо „Буленд Инвестмънс“ АДСИЦ – София. Останалите дружества са със стандартно отклонение между 5-6%.

Таблица 4 е разделена на два панела. Първият представя входящите данни и це-

ната на собствения капитал, изчислена на база класическия МОКА на Sharpe (1964). Коефициентът бета е изчислен на база месечни цени за период от 5 години, т.е. 60 наблюдения, към 30.06.2017 г. Пазарната рискова премия е изчислена по методологията, която е описана от Касърова и колектив (2014). Методологията е стандартна процедура на изчисляване на пазарна рискова премия. Първо е определена годишната доходност на индекса SOFIX, която е коригирана с доходността на дългосрочните ДЦК, търгувани на вторичния пазар към края на съответната година. Пазарната рискова премия представлява средната геометричното превишение на доходността на SOFIX над доходността на дългосрочните ДЦК, изчислена за период 2001 – 2016 г.

Таблица 4. Цена на собствения капитал, изчислена по МОКА и уравнение 13

	Аванс Те- рафонд АДСИЦ - Варна	Буленд Ин- вестмънтс АД- СИЦ - София	Фонд за не- движими имоти Бъл- гария АД- СИЦ- Со- фия	Болкан Енд Сий Про- пъртис АДСИЦ - Варна	Супер Бо- ровец Пропърти Фонд АД- СИЦ-Ва- рна	И Ар Джи Капитал - 3 АД- СИЦ-Со- фия	Екс- па Бета АДСИЦ - София
Панел А. Цена на собствения капитал, изчислена по Модела за оценка на капиталовите активи на <i>Sharpe (1964)</i>							
Бета	0.415	0.206	-0.014	-0.242	0.535	-0.149	0.016
Пазарна рискове премия на SOFIX	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%
Безрискова норма на доходост, 10 годишни ДЦК	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%
Цена на собствения капитал МОКА	4.81%	3.38%	1.86%	0.30%	5.64%	0.94%	2.07%
Панел Б. Цена на собствения капитал, изчислена по уравнение 13 на <i>Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b)</i>							
Стандартно отклонение на ROE	10.16%	4.90%	5.21%	5.19%	50.31%	6.80%	9.15%
Стандартно отклонение на СОФИКС	21.69%	21.69%	21.69%	21.69%	21.69%	21.69%	21.69%
Пазарна рискове премия на SOFIX	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%
Безрискова норма на доходост, 10 годишни ДЦК	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%	1.96%
Цена на собствения капитал, уравнение 13	12.06%	10.39%	10.49%	10.48%	24.79%	011.00%	11.74%

Панел Б съдържа входящите параметри и изчислената цена на собствения капитал по уравнение 13. Изчисленото стандартно отклонение на ROE, представено в Таблица 3, е входящ параметър. Стандартното отклонение на доходността на индекса SOFIX е изчислена на база годишната доходност за периода, за който е изчислено стандартното отклонение на ROE, за да има съпоставимост. За пълна сравнимост на резултатите от двата подхода, използваме една и съща пазарна рискова премия и доходност на 10 годишните правителствени облигации.

Сравнението на двата панела разкрива интересна зависимост. Цената на собствения капитал, изчислена чрез МОКА е в рамките на 0,30% до 5.64%. Причина за този широк интервал е коефициентът бета, който варира от -0,24 до 0,54. Бетата на анализирания АДСИЦ е твърде ниска в сравнение със средния размер на бета коефициента за развиващите пазари, публикувана в сайта на Damodaran – 0,68. Отрицателните стойности на коефициента за три от анализирания дружества вероятно се дължи на несинхронната търговия, ниската ликвидност, което води до забавяне в отразяване на пазарната информация. Оттук получава-

ме слаба, дори отрицателна корелация, която не е типична за АДСИЦ спрямо пазарния индекс. Един анализатор/оценител няма да възприеме като приемлива цена на собствения капитал от 0,30% на „Болкан Енд Сий Пропъртис“ АДСИЦ – Варна. Той би търсил възможност да коригира тази стойност, до приемливи нива, чрез добавяне на рискови премии.

Подобна корекция не би била необходима ако анализатор/оценител използва уравнение 13. Цената на собствения капитал е в тесни граници между 10-12%, с изключение на „Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ - Варна, която има висока волатилност на ROE спрямо SOFIX. Прави впечатление, че нивата на цената на собствения капитал са много по приемливи и не се различават драстично между отделните АДСИЦ. Следователно анализаторите/оценителите няма да им се налага да прибавят необосновани рискови премии.

Емпиричните резултати от изследването показват, че подходът на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) е приложим за българските условия. Той бе използван, като се разгледаха седем АДСИЦ, които се търгуват на БФБ – София АД. Подходът би могъл да бъде използван от оценители, които оценяват активи (инвестиционни имоти) на АДСИЦ. Обнадеждени от резултатите бихме тествали подхода и върху други дружества, търгувани на БФБ – София АД, така че да получим по-убедителни доказателства за приложимостта на подхода.

Заключение

Настоящото изследване е продължение на разработките на Kanaryan et al. (2015) и Канарян (2016) в търсене на адекватна методология за определяне на цената на собствения капитал при използване на приходния подход в оценяването на активи в българските условия. Интересна и приложима е идеята на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) и Canadas and Rojo-Ramirez (2011) за определяне на дисконтова норма за целите на оценяване на частни компании. Тя е използвана от испанската асоциация по счетоводство и бизнес администрация (АЕСА) за определяне на цената на собствения капитал на частни фирми. Моделът беше приложен за определяне на цената на собствения капитал на седем дружества със специална инвестиционна, които са част от индекса BG REIT. Периодът на анализ на данните бе 2010 – 2016 година. За сравнимост определихме цената на собствения капитал на седемте АДСИЦ по класическия Модел за оценка на капиталовите активи.

След направените изчисления по стандартния МОКА получихме изключително ниски, дори и отрицателни стойности на бета на компаниите, което доведе и до занижените стойности на цената на собствения капитал на оценяваните компании за изследвания период. При приложението на алтернативния подход, т.е. подхода на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b), получаваме по адекватни данни, които не са толкова занижени и не е необходимо да се добавят в допълнителни рискови премии, за да се получи приемлива цена на собствения капитал. Тези резултати ни дават основание да продължим с прилагането на модела на Rojo-Ramirez et al. (2011a, 2011b) при определянето на цената на собствения капитал на български дружества от други сектори на икономиката.

Литература

- Димитрова, Р. и Кр. Костенаров. 2008. *Ефекти върху цената на собствения капитал в условията на евроинтеграция (анализ на база избрани страни от Централна Европа)*. В: *Фирмите и пазарите в България в условията на евроинтеграция - продължаващата адаптация* : Сборник доклади от юбилейна научно-практическа конференция - май 2008 г. Наука и икономика, Варна.
- Канарян, Н. 2016. Определяне на цената на собствения капитал: Бизнес казуси в развиващите се пазари, Годишник „Икономика и бизнес“, департамент „Икономика“, Нов български университет.
- Касърова В. и колектив. 2014. Курс за придобиване на правоспособност - независим оценител на «Търговски предприятия и вземания», КНОБ.
- Bruner, R. F., K. M. Eades, R. S. Harris, and R. C. Higgins. 1998. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis - *Financial Practice and Education*, S/S.
- Canadas, J.A., and Rojo-Ramirez, A. A. 2011. The discount rate in valuing privately held companies - *Business Valuation Review*, 30 (2).
- EY. 2017. Cost of capital – India survey, Available at: <http://www.ey.com>, accessed 10 July 2017.
- IVSC. 2017. International valuation standards.
- Kanaryan, N., P. Chuknyisky and V. Kasarova. 2015. The cost of equity estimation in emerging Europe: the case of Bulgarian REITs - *Journal of Property Investment & Finance*, 33 (6).
- KPMG. 2016. Cost of Capital Study 2016: Value measurement – quo vadis?, Available at: <https://assets.kpmg.com>, accessed 10 July 2017.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment - *American Economic Review*, 48.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. 1969. Reply to Heins and Sprengle - *American Economic Review*, 59(4).
- Nel. W.S. 2011. The application of the Capital Asset Pricing Model (CAPM): A South African perspective - *African Journal of Business Management*, 5(13).
- PwC, 2017. Closing the value gap: Valuation methodology survey 2016/2017, Available at: <http://www.pwc.com>, accessed 10 July 2017.
- Rojo-Ramirez, A.A., Rambaud, S.C. and Canadas, J.A. 2011a. Discount rate and cost of capital: Some more about the puzzle, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2034163, accessed 06 May 2017.
- Rojo-Ramirez, A.A., Rambaud, S.C. and Canadas, J.A. 2011b. A note on the operating return of a company under Modigliani-Miller assumptions, Available at: <http://ssrn.com/abstract=1825821>, accessed 06 May 2017.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk - *Journal of Finance*, 19.
- TIP 1 Discounted Cash Flows. 2011. IVSC.

КОНЦЕПТУАЛНИ ОСНОВИ НА БАНКОВАТА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТ

Надя Ненкова¹

Нов Български Университет

Резюме: Настоящото изследване е насочено към представяне и анализиране на теоретичните виждания и постановки на конкурентоспособността като цяло и, в частност, на банковата конкурентоспособност. Във връзка с това е направена и характеристика на системите за оценяване на банковата конкурентоспособност – алтернативни индикатори, модели и методики.

Ключови думи: банки, конкурентни предимства, конкурентоспособност, банкова конкурентоспособност, банков пазар

THE THEORETICAL FUNDAMENTAL OF BANKING COMPETITIVENESS

Nadya Nenkova

New Bulgarian university

Abstract: The main tasks of this study are focuses on outlining some discussion questions about the specific nature of banking competitiveness and Characterization of banking competitiveness assessment systems - alternative indicators, models and methodologies.

Keywords: banks, competitive advantages, competitiveness, banking competitiveness, banking market

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 77-93

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: nnenkova@nbu.bg

На фона на динамично развиващите се социално-икономически отношения в световен мащаб все по-голяма актуалност придобиват въпросите, засягащи конкурентоспособността и необходимостта от нейното повишаване. Тя е многоаспектна и динамична категория, тясно обвързана и обусловена от наличието на конкуренция на пазара. Това се предопределя от факта, че проявлението на конкурентоспособността е възможно единствено в конкурентна среда.

В този смисъл разглежданата проблематика е особено актуална, което обуславя необходимостта от по-обстойно изследване и разясняване на специфична природа на банковата конкурентоспособност.

1. Някои дискуссионни въпроси относно банковата конкурентоспособност

В икономическата литература са формулирани многобройни интерпретации за конкурентоспособността. Най-общо тя може да бъде обвързана със способността на даден икономически субект за по-ефективно и по-ефикасно използване на разполагаемите ресурси при реализиране на поставените цели, която му гарантира надмощие спрямо неговите конкуренти.

Процесът на изследване и оценяване на конкурентоспособността е обвързан с редица трудности, произтичащи от различията в характеристиките на субектите, за които се прилага. Това предполага насочване на вниманието към теоретичните постановки, разискващи равнищата на нейното проявление.

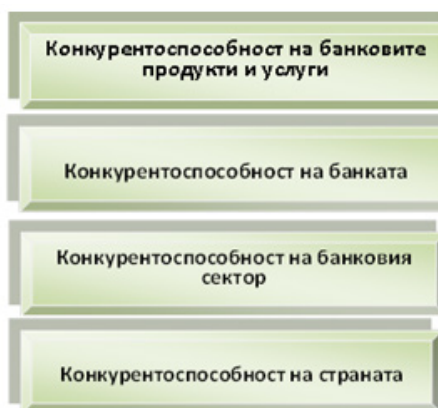
Според Т. Ненов (2008, с.58) същността и съдържанието на конкурентоспособността се разкрива на три нива:

- на ниво продукти (услуги);
- на ниво организация (фирма, банка);
- на ниво национална икономика (страна).

Така се разграничават:

- конкурентоспособността на продуктите;
- конкурентоспособността на предприятието (банката);
- конкурентоспособността на страната (Ненов, 2008).

В подкрепа на неговото становище е и позицията на Г. Маринов (2008). Той изследва три равнища на конкурентоспособност: на продукта, на предприятието; международна конкурентоспособност на дадена страна. К. Допфър, Дж. Фостър и Дж. Потс (2004), от своя страна, насочват вниманието към анализиране на икономическите процеси и явления на микроново (предприятие), мезоново (сектор,отрасъл) и макроново (страна). Според нас, на база на представените мнения и съобразно спецификата на разглежданата проблематика в разработката, може да бъде очертана следната йерархична структура на конкурентоспособността на банковата сфера (Фиг. 1.1.):



Фиг. 1.1. Йерархична структура на конкурентоспособността на банковата сфера

Конкурентоспособността на банковите продукти и услуги се изразява като съвкупността от качествени и стойностни характеристики на даден продукт или услуга, осигуряващи удовлетворяването на конкретна потребност на банковия клиент. Основни показатели при оценяването ѝ са качеството и цената на предлаганите продукти и услуги. Тя е първото базисно ниво в йерархичната структура и е решаващ фактор и предпоставка за постигане конкурентоспособност на ниво банка.

Конкурентоспособността на банката се определя като потенциална и реална възможност за ефективна реализация на акумулирания от банката финансов капитал с цел удовлетворяване на интересите на банковите клиенти и акционерите. Тя най-общо

се свързва със стремежа на даден участник да притежава предимства, които да му осигуряват стабилни позиции спрямо неговите конкуренти на банковия пазар.

Конкурентоспособност на банковия сектор отразява преимуществата на сектора по повод конкурентния му потенциал за постигане на растеж и атрактивно ниво на възвръщаемост на инвестициите спрямо другите сектори в рамките на националната икономика или в световен мащаб.

Конкурентоспособността на националната икономика се изразява във възможността на дадена страна да поддържа високо ниво на производителност на осъществяваната стопанска дейност от всички функциониращи бизнес сектори, да осигурява устойчиво нарастване на националните доходи с цел подобряване благосъстоянието на населението, както и да създава и поддържа благоприятен бизнес климат за привличане чуждестранни инвестиции. Тя е комплексен показател, определящ мястото на дадената страна спрямо нейните конкуренти на международния пазар. Включването на конкурентоспособността на националната икономика към йерархическата структура на конкурентоспособността на банковата сфера се предопределя от водещата роля на банковия сектор за постигане на икономически растеж и устойчиво развитие на икономическите системи на отделните страни.

Обособените равнища на конкурентоспособност на банковата сфера са обвързани в неразривни причинно-следствени връзки и зависимости. Но въпреки тяхната обусловеност, всяко ниво се характеризира с различен обхват на анализ и специфичен оценъчен инструментариум.

В съответствие с предмета и целите на статията нашето внимание е насочено към въпросите, засягащи изследването и оценяването на конкурентоспособността на ниво банка. При разискване на дискусияния въпрос относно същността на понятието "конкурентоспособност на банката" се разглеждат съществуващите теоретични трактовки, засягащи, както конкурентоспособността на търговската банка, така и конкурентос-

пособността на предприятието. Очертаната насока на изследване се обуславя от обстоятелството, че в икономическата литература равнозначно се употребяват понятията „банка” и „банково предприятие”, дефиниращи се като „прототип на капиталистическо предприятие, което потребява различни ресурси и се управлява от единни ръководство (мениджмънт)” (Вачков, 2009, с. 87). Банката се определя като банково предприятие в трудовете на проф. П. Стефанова (2000), Зофя Заводска (2004), доц. Р. Димитрова (2011). Според Радков (2004, с. 69) „Съвременните банки са специфични стопански предприятия, които произвеждат и предлагат на пазара специфична „продукция“, която се търси и купува...“.

В научните публикации относно същността на конкурентоспособността на предприятието, респ. на банковото предприятие, се извеждат различни определения, но все още липсва общоприето виждане за нея. Разнородността в теоретичните постановки относно характеризирането на изследваната категория се базира на следните тези:

Първа теза, при която същността на конкурентоспособността се свързва със способността на предприятията (банките) да предлагат продукти, чиито параметри осигуряват съответния пазарен успех и силни позиции. Тя се застъпва в трудовете на Д. Данаилов, М. Рибов (2003), М. Миронов, И. Чобанянева (1997), Т. Ненов, И. Лифиц (2001), К. Кларк, Р.Фатхудинов, Д. Эриашвили (2003), В. Хруцкий, С. Прахалад и А. Юданов, А. Колесников (1998) и др.

Така например, Д. Данаилов (1999) свежда конкурентоспособността на предприятието до конкурентоспособността на неговите стоки. Подобно становище споделя и С. Прахалад (1990), който отбелязва, че конкурентоспособността на предприятията се корени в атрибута "цена/производителност" на текущите продукти. М. Миронов (2004, с.21), от своя страна, определя конкурентоспособността на предприятието като "способността изгодно да се произвеждат и продават продукти на цена не по-висока, и качество не по-лошо от всички други контрагенти."

Д. Баркон (1991) счита, че в конкурентоспособността на услугите намират отражение в уменията на организациите, възможностите и нивото на маркетинговите специалисти. Според автора конкурентоспособността е някаква относително интегрирана характеристика, намираща израз в отличителните различия на предлаганите услуги от конкурентите, и съответно способства за определяне на привлекателността на последните в лицето на потребителите.

Според В. Хруцкий (2003) конкурентоспособността на банковите услуги се определя като възможност за успешна продажба на конкретен пазар (регион) в определен период от време.

Д. Эриашвили (2003) под конкурентоспособност на търговската банка разбира способността ѝ да предлага услуги, удовлетворяващи потребностите на купувача, в необходимото количество на пазара.

Считаме, че високата конкурентоспособност на продуктите и услугите не трябва да се отъждествява с банковата конкурентоспособност, защото тя би могла да бъде резултат и от други показатели на стопанската дейност – ниски цени, високи разходи за повишаване качеството на продуктите и услугите, за стимулиране на продажбите (маркетингово стимулиране) и др. Освен това свеждането на конкурентоспособността на банката само до конкурентоспособност на продуктите и услугите не винаги дава възможност за цялостни сравнения, а само по продукти и по пазари.

Втората теза включва становища на автори (И. Зулкарнаев (2001), Е. Комптъм, Х. Рамасами, 1995), които определят конкурентоспособността като функция на размера на пазарния дял на предприятието (банката). Според И. Зулкарнаев (2001, с. 24) конкурентоспособността на предприятието (банката) е неговата “интегрална способност да държи пазарен дял от продукти и... да увеличава/намалява този дял, т.е. освен чрез продуктите, основна роля играе и размера (намалението или нарастването) на пазарния дял. Подобно становище споделя и Е. Комптън (1985), които определя липса-

та на конкурентоспособност като уязвимост на една компания от другите компании, чиито нови подобрени или по-евтини продукти могат да намалят нейния пазарен дял. Трябва да отбележим, че този показател има комплексен характер, тъй като характеризира пазарната мощ на предприятието. Той е нейно конкурентно предимство, но в недостатъчна степен отразява конкурентната способност.

Третата теза обхваща гледните точки на П. Завьялов, Ю. Донец, Т. Коно, Р. Пейс, Е. Стефан, Е. Фигурнов, Т. Адаева, Мюлер, Весанко и др., според които акцентът трябва да бъде поставен върху равнозначността на резултативността и ефективността с конкурентоспособността на предприятието (банката).

Р. Пейс и Е. Стефан (1996, с.8-13) считат, че конкурентоспособността на предприятието (банката) е неговата способност “да остане в бизнеса и да защити своите капитали, да спечели възвръщаемост от тяхното инвестиране, и да гарантира работни места за в бъдеще.”. От гледна точка на П. Завьялов (1995) и И. Сергеев (1997), ако тълкуваме понятието „конкурентоспособност“ във връзка с търговската банка, може да го определим като възможност за ефективна икономическа дейност и нейното практическо положение е с цел постигане на печалба в условие на конкурентен пазар. Реализирането на печалба обезпечава вложените от банката средства. Нивото на конкурентоспособност на продуктите и услугите се явява обобщаващ показател за жизнеспособността на търговската банка, нейното умение за ефективно използване на финансовия, производствения и човешкия (ресурсия капитал).

Според нас П. Завьялов представя пълното отражение на същността на конкурентоспособността на търговската банка, като правилно отбелязва, че даденото понятие е отражение на ефективната практическа дейност в почти всички области на икономическия субект. Но същевременно трябва да подчертаем, че конкурентоспособността е динамична категория, ориентирана към

устойчив успех на предприятието, като нейна важна характеристика е способността на последното своевременно да се адаптира към променящата се среда чрез усъвършенстване и иновации. А тези аспекти на разглежданата категория не могат да бъдат оценени само с резултатите и ефективността от дейността на предприятието.

Направеният критичен анализ ни дава основание да направим извода, че обединяването на дефинициите за конкурентоспособност на предприятието (банката) от трите тези в обща теоретична постановка ще очертае по-ясна насока при изследването на нейната същност.

От това следва, че за да бъде конкурентоспособна една банка, тя трябва да превъзхожда останалите участници на банковия пазар най-малко по три критерия: качествен продукт, пазарен дял и високо ниво на ефективност при осъществяване на банковата дейност. Но също така трябва да се вземат под внимание вътрешнобанкова способност за адаптивност към постоянно променящата се среда, възможностите за обновяване и усъвършенстване на продуктова структура, както и разработването и прилагането на правилна управленска стратегия в съответствие с изискванията на конкурентната среда.

В обобщение на гореизложеното за целите на настоящата разработка под понятието „конкурентоспособност на банка” ще се разбира: способността на банката да осъществява банковата дейност, гарантираща оптимално удовлетворяване на потребностите и интересите на банковите клиенти посредством предимствата в качествените и количествените параметри на предлаганите банкови продукти и услуги; разширяване на пазарните дялове в условията на конкурентната среда; постигане и поддържане на непрекъснат темп на прираст на икономическите резултати в дългосрочен план; осъществяване на иновационна дейност; адекватна реакция и своевременно адаптация при промени в пазарната конюнктура.

На тази основа бихме могли да изведем следните ключови фактори, влияещи върху конкурентоспособността на банката:

- качеството на предлаганите продукти и услуги;
- цената на предлаганите продукти и услуги;
- ресурсния потенциал на банката (човешки ресурси);
- завоюваните пазарни позиции;
- разработването и поддържането на конкурентни предимства (силните страни, с които банката превъзхожда конкурентите);
- постигането на висока производителност, нарастване на доходите и подобряване на жизнения стандарт;
- адаптивността на банката към променящите се условия на пазарната среда;
- развитие на съвременните комуникационни технологии;
- способността за непрекъснато обновяване и възприемане на новости;
- устойчивост на резултатите от дейността.

2. Системи за оценяване на банковата конкурентоспособност – алтернативни индикатори, модели и методики

Индикаторите са основна характеристика на организацията, по която се съди за нейната конкурентоспособност – те са количествените вектори, по които се преценява конкурентоспособността.

Правилното определение на индикаторите за конкурентоспособност на предприятието (банката) е от решаващо значение, поради следните причини:

- чрез тях се измерва конкурентоспособността;
- те дават насоки на мениджърите при разработване на фирмени стратегии за подобряване на конкурентоспособността;
- показват тези аспекти от дейността на предприятието (банката), подобряването на които ще доведе до трайно предимство пред конкурентите.

В икономическата литература, вследствие на многообразните мнения относно същността на конкурентоспособността, има застъпени различни тези относно броя и състава на индикаторите за оценка

на конкурентоспособност на предприятието (банката).

Една част от авторите (Д. Макки (1989), П. Вараджаран (1989), и Пръйд (1989), А. Джутсън (1990), Р. Каплан и Д. Нортън (1992) и др. препоръчват използването на голям брой индикатори за измерване на конкурентоспособността с цел постигане на възможно най-пълната ѝ характеристика. Основен недостатък тук е затруднението при практическото приложение на индикаторите.

Други автори (Д. Бесанко (1996), А. Курмар, Р. Джакопсън, Дж. Уоринг, М. Портър и т.н. в своите разработки формулират идеята за разработване на обобщаващ индикатор, с които да се прави оценка на конкурентоспособността на предприятието. Поради комплексния характер на конкурентоспособността, използването на такъв критерий значително би намалил точността на оценките.

Ние считаме, че при определяне броя на индикаторите за конкурентоспособност на предприятието (банката) следва да се търси компромисен вариант между двете становища, т.е. да се определят няколко значими, но ограничен брой индикатори. По този начин се улеснява практическото им приложение и се постига сравнително точна оценка на конкурентоспособността.

В икономическата литература няма единно мнение за състава на индикаторите за конкурентоспособност на предприятието (банката). В тази връзка ще обособим различните гледни точки на изследователите в две основни тези.

Първата теза включва критерии, изведени на база на отъждествяването на конкурентоспособност на предприятията с конкурентоспособността на продуктите (представители на това схващане са Т. Ненов, Д. Данаилов, М. Рибов, Л. Харди, О. Гераскова, Ж. Ламбен, И. Лифиц, В. Белоусов, Т. Едмъндс, П. Суон, М. Търгейв, Ю. Битачи, К. Ишикова, П. Кросби, Ю. Джуран, С. Блек и Л. Портър и др.).

П. Суон (1992) и М. Търгейв (1992) посочват “качеството на продукта” като най-ва-

жен индикатор. Считаме, че това мнение може да бъде прието с известни резерви, защото високото качество на продуктите е само предпоставка, но не е и достатъчно условие за осигуряване на висока конкурентоспособност на предприятието (банката).

Други автори (М. Лифиц, Д. Данаилов, М. Рибов, Л. Харди и др.) доразвиват тази теза, използвайки не качеството, а конкурентоспособността на продуктите като индикатор на конкурентоспособност на предприятието (банката). Така например Д. Данаилов (1999) посочва параметрите за конкурентоспособност на продуктите – цена, себестойност, технически възможности на продукта, съвместимост с други изделия, дизайн, опаковка. Трудно може да се приеме, че високата конкурентоспособност на продукта е единственият индикатор за оценка, защото тя би могла да е резултат от занижени цени или неоправдано големи разходи (за усъвършенстване на продукта, за реклама и др.).

Редица автори (К. Ишикова (1989), П. Кросби (1979), Ю. Джуран (1980), С. Блек и Л. Портър (1996) и др. обобщават тези два индикатора в концепция за повишаване качеството на цялостната дейност на предприятието, в т.ч. и „тотално управление на качеството (Total Quality Management)“ (Ишикова, 1989).

От представените гледни точки на авторите може да се направи извода, че всички изведени от тях критерии са обосновани, но не са достатъчно надеждни, за да се направи обстойна и точна оценка на конкурентоспособността на предприятието (банката). Това е така, защото измерването само на базата на индикатори, свързани с продуктовата конкурентоспособност, е с едностранен характер и дава краткотрайни във времето резултати.

Втората теза е формулирана на база критерии, основаващи се на равнозначността на конкурентоспособността на предприятията (банките) с ефективността и резултатите от дейността (тази теза се застъпва от А. Печенкин, В. Фомин, М. Андерсън, А. Сохал, А. Рос, Л. Алън, Б. Шарма, Т. Фишър, Д. Маккий и пр.). За оценяване на конкурен-

тоспособността на предприятията (банката) в рамките на това становище, като индикатори се предлагат разнообразни икономически показатели – рентабилност, печалба, пазарен дял и др.

А. Печенкин и В. Фомин (2002, с.104) използват като показател “нетната сегашна стойност”, Р. Джакобсън (1990) предлага „рентабилност на активите“, Л. Ален (1996) – „производителността на ресурсите“, Макки, Д. Вараджаран и Прайд (1989) отделят „рентабилност на активите“, „рентабилност на собствения капитал“ и „пазарния дял“.

Тук могат да се добавят още много и най-различни показатели, оценяващи резултативността от дейността на предприятието (банката). Това многообразие от измерители е следствие на комплексността на ефективността и на конкурентоспособността като икономически категории. Всички, прилагани от тези учени критерии, оценяват преимуществено текущото поведение на предприятието (банките) и не биха могли да бъдат достатъчно надеждна основа за оценяване на конкурентоспособност на предприятието в перспектива.

В обобщение на гореизложените две тези могат да се изведат следните изводи:

- двете направления имат противоречив характер;
- използването на единния самостоятелен критерий, намалява точността на получените оценки;
- прекомерното многообразие от критерии води до затруднение в практическото им приложение;
- оценяват текущата конкурентоспособност на предприятието (банките).

Според нас най-правилния подход при оценката на конкурентоспособността на предприятията (банките) е комбинираният. Колкото повече, но правилно определени индикатори бъдат взети под внимание от мениджърите, толкова по-обоснована и точна би била оценката на конкурентоспособността на предприятието, в следствие на което ще могат да се разработят и по-прецизни бъдещи стратегии.

В специализираната икономическа литература, освен разнообразието от критерии, се срещат и различни методи за оценка конкурентоспособността на предприятията (банките). Тези методи са обект на внимание в разработките на редица изследователи, които ги класифицират в определени групи, съобразно своя възглед и цели. Т. Ненов (2003) в това отношение извежда: метод на PEST, насочен към анализа на външната макро-среда (политическа, икономическа, социална и технологична); IND, обхващащ анализа на външната индустриална среда; COMP, който се фокусира върху анализа на петте сили на конкуренцията: съществуващи конкуренти, нови конкуренти, доставчици и други пазарни партньори; CP, обхващащ анализа на ключовите фактори, определящи конкурентоспособността в отрасъла; CSF, съсредоточен върху анализа на критичните фактори за успех на дадена организация; SWOT, който акцентира върху анализа на вътрешните предимства и слабости и на външните възможности и заплахи, позволявайки изграждането на обобщаваща оценка на вътрешната и външната среда на бизнеса; SPA, обхващащ изследването на еволюцията в развитието на продуктите и фазите на техния жизнен цикъл; RATIO или модел на „Дюпон“, чрез който стратегическите показатели за ефективност се декомпозират на отделни факторни показатели и др. (Ненов, 2008).

М. Велев (2004), от своя страна, предлага обширна категоризация на методите за конкурентоспособност на предприятието (банката) в контекста на различните гледни точки на изследователите, като ги класифицира и разделя на групи в зависимост от използваните критерии: традиционни и нетрадиционни методи; количествени и качествени методи, статични и динамични методи; детерминирани, стохастични и комбинирани методи и др.

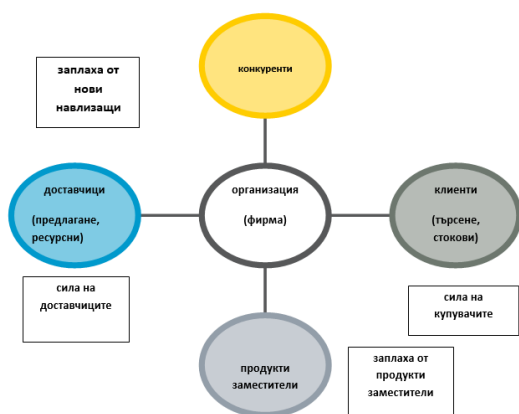
Ние считаме, че класификациите на методите за оценка на конкурентоспособност на предприятието (банката), направени от Т. Ненов и М. Велев, детайлно обхващат и изследват основните фактори за пазарния ус-

пех на предприятията (банката), отговарящи на динамиката и особеностите на съвременния етап на развитие.

В обобщение на посочените методи, характеризиращи комплексния характер на конкурентоспособността на предприятието (банката) и нейната оценка, може да се твърди, че те са ценен инструмент, както за измерване и прогнозиране на конкурентоспособността на предприятията (банката), така и за вземане на обосновани стратегически решения от страна на мениджърите.

В специализираната литература се прилагат и най-различни модели за измерване на нивото на конкурентоспособността на предприятията (банката). Ние ще разгледаме моделът на М. Портър за “петте сили на конкуренцията”, моделът на ключовите фактори за успех на бизнеса и на Р. Каплан и Д. Нортън.

Моделът на М. Портър (2010, с. 34) за петте сили на конкуренцията, спомага за диагностизиране на състоянието на конкуренцията в даден отрасъл и за определяне, както на силните и слабите страни, така и на благоприятните възможности и заплахи на средата (Виж Фиг. 1.2)



Фигура 1.2. Модел за анализ на факторите на оперативното обкръжение (Модел на петте сили на конкуренцията)

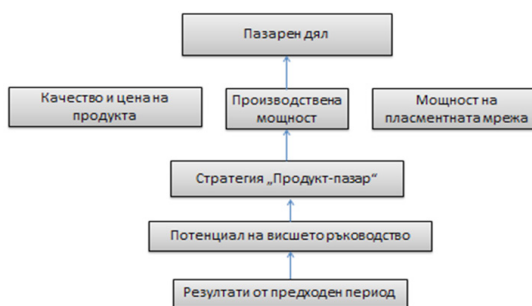
Източник: Портър, М. Конкурентна стратегия. С., Класика и стил, 2010, с.34

Според този модел силите, движещи конкуренцията в един отрасъл, са обособени в пет групи:

- Отрасъл и съществуващите конкуренти в него – конкурентни взаимоотношения в бранша.
- Възможност за навлизане на нови конкуренти.
- Пазарни партньори.
- Купувачи.
- Промени в предлаганите услуги (поява на субститути).

Следователно от една страна анализът на оперативното обкръжение включва анализ на общата пазарна среда, в който функционира бизнеса, а от друга страна включва анализ на конкурентните сили, които непосредствено действат в тази среда.

Моделът на ключовите фактори за успех на бизнеса е построен на база йерархията на основните фактори за постигане на конкурентни предимства (Ненов, Т. 2008). Ключовата роля в този модел играе пазарния дял на предприятието (банката), който може да се представи като функция на няколко фактора – качество, цена на продукта, дистрибуция, производствена мощност (Виж Фиг. 1.3.).



Фигура 1.3. Йерархия на факторите на конкурентоспособността на предприятието
Източник: Ненов, Т. Управление на конкурентоспособността и растежа. ИУ-Варна, 2008, с. 87

Изброените фактори допринасят за дълбочен анализ и оценка на нивото на конкурентоспособност на предприятията (банката), както към определен момент, така и в динамика. На тази база по-прецизно се разработва стратегия и се постигат по-точни крайни резултати от дейността.

Моделът на Р. Каплан и Д. Нортън (2000) предлага балансирана система от количествени и качествени показатели, чрез които се оценява състоянието и развитието на основните индикатори на вътрешната и външната среди на предприятието. Този модел допринася за по-ефикасното и по-ефективното управление на бизнеса, и съответно до нарастване на неговата конкурентоспособност.

В обобщение на разгледаните индикатори, методи и модели за измерване на конкурентоспособността на предприятието (банката) може да направим следните изводи:

- Разкриват сложната и многоаспектна същност на конкурентоспособността на предприятията (банката);
- Влияят се от непрекъснатите промени в икономическата конюктура.

Оценяването на конкурентоспособност на предприятието (банката) е от съществено значение за предприятието (банката), поради следните причини:

- определя конкурентното състояние на предприятието (банката) в отрасъла;
- на нейна основа се анализират силните и слабите страни на предприятието (банката);
- подпомага и анализа на различните алтернативни варианти за управленски решения и способства за разработване (избор) на стратегии за развитие.

Това е възможно при наличие на изградена методика да измерване новото на конкурентоспособността на предприятието (банката). Методиката е система от различни по брой и състав индикатори, методи и техники за оценка и съответно анализ на конкретна проблематика – за нуждите на нашата статия това е конкурентоспособността на банката (предприятието).

В специализираната литература съществува разнообразие от методики, диференцирани според обекта на проучване и целите на анализаторите. В методиката за оценка на конкурентоспособност на предприятието (банката), разработена от Т. Ненов (2008), последният извежда десетте най-важни факторни и резултативни индикатори, характеризиращи, както конкурентния по-

тенциал, така и нивото на постигнатите резултати на предприятията: мениджмънт, маркетинг, персонал, финанси и т.н.

От друга страна, М. Велев (2009) разработва методиката, обхващаща следната система от показатели: набиране на необходимата информация за изчисляване конкурентността на предприятието (банката); определяне на стойностите на показателите за оценка на нивото на всеки от критериите; уточняване на балните оценки за всеки от показателите, определяне на тегловни коефициенти на всички критерии конкурентоспособност на предприятието и т.н.

Важно за практиката при измерване на конкурентоспособността, е критериите и показателите да бъдат разработени за точно определен отрасъл – обект на изследване.

След като анализирахме съществуващите компоненти в обхвата на различни оценъчни системи на конкурентоспособност на предприятието (банката), прилагани от български и чуждестранни автори, следва да посочим и наличните инструментариуми за изследване на конкурентоспособността на банката – обект на изследване в настоящия разработка. В научните публикации, посветени на конкурентоспособността на банката, няма единно становище за същността на тази категория (както беше подчертано в първа глава). Това води до различия в мненията относно методите за нейното оценяване и за стратегиите за нейното повишаване.

Преобладаваща част от методики за оценка на конкурентоспособността на търговската банка се основават на американската система CAMEL (Буздалин, А., А. Британишкий. Экспертная система анализа банков на основе методики CAMEL (<http://www.buzdalin.ru/text/banks/t2/camel.html>); Вътев, 2013). Тя е насочена към извършване на финансовия анализ на банковата дейност на база на следните показатели: С (capital adequacy) – показател за достатъчност на капитала, определящ размера на собствените средства на банката, необходими за гаранции на кредиторите, „А“ (asset quality) – показател за качеството на активите, определящ степента на риска на активи-

те, а така също и финансовото въздействие на проблемните заеми, „М“ (management) – показател за качество на управлението, дълбочината и спазването на закони и инструкции, „Е“ (earning) показател за печалбата, нейната достатъчност за бъдещето на ръста на банката, „L“ (liquidity) – показател за ликвидност, определящ достатъчността на средствата, които могат бързо да се обръщат в пари. По резултатите от оценката банката се отнася към една от следните категории: 1 – strong (силна), 2 – satisfactory (Удовлетворителна), 3 – fair (посредствена), 4 – (marginal) (критична), 5 – unsatisfactory (неудовлетворителна).

CAMEL е субективна система, която включва изчисляването на повечето от показателите (A, M, L), чиито резултати служат главно при проверка от надзорните органи. Нейното приложение не е достатъчно за пълното и точно оценяване на конкурентоспособността на банката.

Скорозна публикация в специализирано издание (<http://www.profile.ru/forum/forum.php?item=4414#msg>) разглежда методиката на В. Кромонов, включваща изчисляването на количествените показатели, които характеризират дейността на търговските банки и имат важно значение при оценяването на конкурентоспособността. Според него, за да се анализира финансовото състояние на банката, е необходимо да се изясни същността на следните показатели:

- генерален коефициент на надеждност (K1) – изчислява се като съотношение на капитала на банката към активите и показва до колко направените рискови вложения в активи са обезпечени със собствен капитал в случаи на тяхната невъзвръщаемост или обезценка;

- коефициент за бърза ликвидност (K2) – представлява отношение на ликвидните активи към краткосрочните задълженията. Показва как банката използва парите на вложителите и каква е възможността тя да извърши съответните плащания;

- крос коефициент (K3) – намира се като отношение на всички задължения към активите и показва каква е степента на ри-

ска, който е допустим да прави банката при използване на привлечените средства;

- генерален коефициент на ликвидността (K4) – отразява отношението на сумата на ликвидните активи и средствата по фонд задължителни резерви към общите задължения. Характеризира способността на банката при наличие на лоши кредити да удовлетвори претенциите на кредиторите (вложителите);

- коефициент на обезпеченост на капитала (K5) – изчислява се като отношение на обезпечения капитал към собствения капитал и показва до колко банката отчита процента на инфлацията и каква част от активите могат да заемат реалните активи т.е. недвижимо имущество, ценности и т.н.;

- коефициент на капитализация на печалбата /K6/ – изчислява се като отношение на собствен капитал към уставния капитал и характеризира ефективността на дейността на банката т.е. способността за нарастване на собствения капитал за сметка на печалбата, а не на допълнителната емисия на акциите.

Смята се, че една банка е конкурентоспособна, ако посочените показатели при изчисляването имат най-малко следните стойности: K1 =1; K2=1, K3=3, K4=1, K5=1, K6=3.

Подреждането на банките в рейтингов списък се прави в три групи, в зависимост от размера на активите и надеждността на банките. Резултатите от изчисляване на посочените коефициенти показват, че даденото равнище на надеждност на дадена банка е обусловено от по-високата ефективност на управление в сравнение с основните конкуренти, като на първо място под внимание се взема балансираността на структурата на активите и пасивите, на второ място провежданата по-ефективна политика сравнение с основните конкуренти при сравнително по-малка степен на риск. По наше мнение, методиката на В. Кромонов непременно притежава достоинства, но има субективен характер – задължително изисква участието на банката в рейтингова система, чиито параметри са зададени от автора.

В разработената от А. Суваров (2001) методика относно анализа на финансовото състояние на банката, се включват следните количествени показатели: 1. Структурен анализ на балансовите отчети; 2. Анализ на рентабилността на банката и на отделните операции; 3. Анализ на достатъчността на капитала; 4. Анализ на кредитния риск; 5. Анализ на пазарния риск; 6. Анализ на ликовния риск.

А. Захариън (2004), от своя страна, свързва оценяването на банковата конкурентоспособността с устойчивостта на търговската банка. В разработената от него методика, предлага следната група показатели, оценяващи устойчивостта: капиталова устойчивост, финанси устойчивост, организационно - структурна устойчивост, информационно - технологическа устойчивост, търговска и функционална устойчивост, в която се включва и оценката на ефективност на предлаганите банкови услуги, степента на привлекателност и удовлетвореност на клиента.

Трябва да се има в предвид, че оценката на конкурентоспособността на търговските банки не се състои само в изчисляването на коефициенти, а се свежда до даване на експертни мнения за качеството на предлаганите банкови услуги и продукти. Степента на субективност на прилагане на една или друга методика не позволява еднозначно да се определи конкурентоспособността на оценяваната банка. Оценката на конкурентоспособността на търговската банка изисква да се вземат под внимание и факторите за качествен анализ. Това са репутацията и значимостта на банката, организационната структура и управлението на кадрите, стратегията за нейното развитие, ефективната кредитна политика, техническата осигуреност, структурата на собствениците и качеството на мениджърското управление. Освен посочените вътрешни качествени фактори върху дейността на банката, а от там и върху конкурентоспособността оказват влияние и външни фактори като: структура на банковата система, равнище на държавното регулиране, правна база и за-

конодателство за осъществяване на банкова дейност.

В тази връзка други значими научни разработки, третиращи въпросите за банковата конкурентоспособност, но с акцент, различен от изследваната проблематика (акцентиращи върху количествените показатели), са на И. Спицъйн и Я. Спицъйн, Т. Паномарев и М. Супрягин, В. Викулав и др.

Според И. Спицъйн и Я. Спицъйн (1993), разработването на методика за оценка на банковата конкурентоспособността, следва да се базира на следните системи:

- Системата на вътрешната отчетност;
- Система за събиране на външна информация;
- Системата на анализ на информацията;
- Системата на маркетинговите изследвания

Системата на вътрешната отчетност трябва да е отражение на обективната информация за дейността на банката. От решаващо значение са счетоводната отчетност, статистическата отчетност, отчетност за анализ на риска при кредитирането и при предоставянето на други банкови продукти, отчетност за резултатите от вътрешните изследвания, ревизионните актове и справки.

Системата за събиране на външна информация е свързана с анализ на данни за състоянието на финансовия пазар и със специфичността на факторите на макросредата.

Важно място в системата за събиране на външна информация имат събраните данни за конкурентите, като дава възможност да се анализират конкурентните предимства на банките.

Предназначението на системата за анализ на информацията се състои в обработката на наличните данни, което позволява да се правят съответните изводи в рамките на изследваните на финансовия пазар на банковите услуги и продукти. Системата за анализ на информацията включва статистически методи, методите на средните величини, методите на относителните величини, индексния метод, методите на математиче-

ските модели и др., засягащи различни аспекти от дейността на банката.

Чрез системата за маркетинговите изследвания се определя конкретната ситуация, при която ръководството не може изцяло да разчита на системата за вътрешна отчетност и системата за събиране на външна информация. Особеностите на прилагането на маркетинговата информация, а така също и преследваните цели от търговската банка обуславя различията в методите за оценка на дейността ѝ.

Съгласно методиката на И. Спицъйн и Я. Спицъйн (1993, с.266) при оценяването на конкурентоспособността на търговската банка е необходимо да се съпостави мястото, което тя заема на пазара с това на другите конкуриращи банки. Подобно съпоставяне се осъществява на базата на следните критерии:

- абсолютен дял на пазара;
- относителен дял на пазара;
- тенденция за дял на пазара;
- относителна доходност;
- относително качество на услугата;
- относителна стойност на услугата;
- въвеждане на нови услуги;
- концентрация на клиентите;
- относителна рентабилност на капитала.

Абсолютният дял на пазара, който има търговската банка, позволява да се изчисли общата стойност на банковите активи т.е. капацитета на пазара на банковите услуги и продукти, след което да се определи и абсолютният дял на пазара заеман от останалите конкуренти.

Относителният дял на пазара се определя по отношение на балансовото число на всяка банка към общия дял на останалите конкуренти в резултат, на което се прави сравнителен анализ между заемания абсолютен и относителен дял на всяка банка.

Тенденция за дял на пазара е показател, характеризиращ относителния дял на продажбите на банковите продукти на всеки разглеждан конкурент в общия обем на продажбите. Растежът на пазарния дял на търговската банка е резултат от качествено-

то обслужване, гъвкавата лихвена политика, задоволяване потребностите на клиентите от различни банкови услуги и продукти. Растежът на пазарния дял на конкурентите задължава ръководството по отношение на търговската банка да предприемат мерки за повишаване качеството и оптимизиране стойността на банковите услуги и продукти. Това е така, тъй като клиентите предпочитат търговски банки, които могат да нямат голям дял на пазара, но отделят особено внимание на качеството на обслужване и имат гъвкав подход по отношение отпуснатите кредити и ценят лоялността на клиентите.

Показателят за доходност на банката, изчислен като отношение на печалбата към собствения капитал е база за сравняване на аналогични показатели на конкуриращите се банки и определя решението на клиентите за инвестиране на парични средства в конкретна банка.

От съществено значение при оценка конкурентоспособността са следните показатели - относително качество на услугите и относителна стойност на услугите. Оценявайки конкурентоспособността на банките, често тези показатели се обединяват и се прилага модифициран подход към оценяване пазарните позиции на банката. По такъв начин се конкретизират услугите и продуктите на пазара, извършвани от търговската банка, да се направи по-точна оценка на мястото, което заема на пазара, а също така да се определят нейните конкуренти, предлагащи аналогични услуги и продукти. Оценката на сравнителните преимущества по качество и цена на оказаните услуги от търговските банки се прави по отношение: кредитиране, касово обслужване, операции с ценни книжа, посредническа дейност и т.н. При оценката на качеството на услугите и банкови продукти, предлагани от търговските банки на пазара се взема под внимание видовете и потребителските свойства на услугите, условията за предоставянето им, равнището на риска при ползването на услугата или продукта, информационното разясняване и консултантското обслужване.

Въвеждането на нови услуги на пазара от търговската банка и дава предимства пред нейните конкуренти. Новите услуги въведени от търговската банка са база за съпоставяне на видовете и качеството на новите услуги и продукти на всяка банка с аналогични на нейните конкуренти.

Концентрацията на клиентите на търговската банка се разглежда от позиция на физическо лице и това е отношение на сумата депозирани от гражданите към общите задължения на банката и от позиция на концентрация на парични средства от корпоративните клиенти (фирмите) това е отношение на сумата на кредитите, дадени на фирмите към привлечените средства.

Показателят за рентабилност на капитала се изчислява като отношение към собствения капитал към активите. Колкото е по-висока рентабилността на капитала, толкова са по-малки възможностите на банката да разполага с кредитен ресурс и обратно.

За разлика от разгледаните до сега методики, в които акцентът е поставен само върху количествените характеристики на банковата дейност за оценяване на банковата конкурентоспособност, методиката на И. Спицъйн и Я. Спицъйн обхваща, както количествените, така и качествените, в частност определя качеството и стойността на предлаганите услуги.

Няма точно определени критерии за качествена оценка и това е недостатък, който води до това, че не се отчита качествения характер на банковата дейност и по-точно конкурентоспособността на продуктите и услугите, формираща се от определянето на техните качества и стойност.

Ние считаме, че качествената оценка за равнището на конкурентоспособността трябва да се свежда до анализ на ефективността на банковите услуги и продукти т.е тяхното предпочитане при аналогични услуги на конкурентните банки и степента на удовлетворение интересите на клиентите. Оценката на конкурентоспособността на услугите е необходимо да се дава не общо за всички услуги и продукти, а да се анализира всяка услуга и продукт на база конкурентите.

Според В. Викулов (2005) конкурентоспособността на банковата услуга или продукт е комплексен метод за работа на банката с клиентите и предполага оценяването дейността на търговската банка да отчита класификацията на клиентите на физически и юридически лица. Подобна класификация на клиентите при изследване равнището на конкурентоспособността на предлаганите услуги позволява да се направи по-точна оценка. Във връзка с това в методиката разработена от Т. Пономаревой и М. Супрягиной (2005, с. 49) предлагат следната системата за качествени показатели за оценка конкурентоспособността на банковите услуги и продукти, която включва следните качествени показатели:

- Пространствени показатели – те характеризират „качеството на обкръжаващата среда,, на услугите и по-точно тяхното предоставяне;
- Информационни показатели – характеризират качеството на информационното обслужване и информационната осигуреност;
- Професионални показатели – характеризират качеството на персонала, свеждащо се до нивото на обслужване и умението да се предоставят банкови услуги и продукти от персонала;
- Показатели на изискванията (претенциите) – които могат да се използват, от една страна, да се направи оценка на изпълнението на база точкова система от 1-3, а от друга - като независима група от показатели, като се използва система за събиране и обработка на информация за мнения и претенции на клиента. Въз основа на характеристиките на показателите, разработени от авторите се попълва анкета, а след това в съответствие с оценъчната система се поставят точки, така се определя нивото на конкурентоспособност на банковите услуги.

От направената характеристика на системите и методите за оценка конкурентоспособността на търговските банки могат да се направят следните изводи:

- значителна част от прилаганите в практиката методи за оценка конкурентос-

пособността на търговските банки свеждат оценката до използването на количествени показатели, без да се отчитат качествените. Това не винаги дава обективен анализ на резултатите от банковата дейност;

- част от методиките използват данни за един период от време и така те разкриват текущото финансово състояние на банките, но не дават представа за ефективността на тяхната дейност, а от там – на конкурентоспособността в динамика;

- не винаги методиките за оценка конкурентоспособността на банките могат да се приложат за всички търговски банки.

- повечето методики се основават на оценяване на едни или други страни от дейността на банките на базата на количествени показатели, без да се отчитат качествени показатели;

- когато се използват качествени показатели, това често се свързва с прилагането на метода на експертната оценка (например провеждането на анкетни проучвания под формата на въпроси и отговори), което им предава донякъде субективен характер;

- някои методики изхождат предимно от информация за вътрешното състояние на банката, без да отчитат състоянието и изменението на околната среда;

- обхватът на анализирания данни се свежда до конкретен период, отразяващ предимно текущото състояние на банката, а не развитието на процесите за по-дълъг период в динамика – например за няколко последователни периода;

- не всички модели могат да се използват от широк кръг пазарни субекти (вложители, кредитополучатели, инвеститори) най-вече защото тяхното изграждане се основават на използването не на официална и публично достъпна, а на вътрешна и труднодостъпна информация;

- крайният резултат от анализа не винаги се свежда до използването на един интегрален или синтезиран показател, даващ комплексна оценка конкурентоспособността на банката, който да позволява сравняването му с този на други банки-конкуренти.

Заключение

Конкурентоспособността най-често се свързва със способността на търговската банка да поддържа конкурентни предимства. Конкурентните предимства, от една страна, дават възможност да се удовлетворят потребностите и изискванията на клиентите, а от друга – банката да реализира по-висока печалба спрямо своите конкуренти. Конкурентоспособността на банките има няколко съществени характеристики, а именно: тя е пазарно понятие (характеризира пазарните позиции на дадена банка спрямо своите конкуренти); има комплексен характер (в нея се фокусират възможностите за използване на разполагаемия разнороден потенциал на банката – организационен, финансов, кадрови и административен); тя е относително понятие (може да се определи количествено преди всичко чрез сравняването на състоянието и резултатите от дейността на една банка спрямо други, с които тя може да бъде съпоставена); има динамичен характер (не е постоянна величина, а може непрекъснато да се променя във времето); равнището на конкурентоспособност на определена банка представлява интерес не само за вътрешния ѝ мениджмънт, но и за редица външни субекти (клиенти, инвеститори, вложители, акционери, рейтингови агенции); конкурентоспособността се разглежда на различни равнища: на ниво банкови продукти/услуги; на ниво банка като цяло; на ниво банкова система на страната.

Чрез оценяване на текущата или бъдещата конкурентоспособност на кредитните институции външните пазарни субекти се стремят да направят удачен избор на банка и да определят целесъобразността и перспективите за евентуални взаимоотношения с нея.

Литература

- Баркан, Д., 1991. Маркетинг для всех: беседа для начинающих. Л. изд. Культ-информ-пресс.
- Буздалин, А., А. Британишский. Экспертная система анализа банков на основе методике CAMEL, достъпен на: <http://www.buzdalin.ru/text/banks/t2/camel.html>, последно посетен на 15.06.2017.
- Вачков, Ст. и др., 2009. Въведение в банковото дело. Варна, Стено.
- Викулов, В., 2005. Маркетинг банковских продуктов на основе сегментационных моделей. Маркетинг в России и за рубежом. М. с.131 -137.
- Велев, М., 2004. Оценка и анализ на фирмената конкурентоспособност. София, Софттрейд.
- Вътев, Ж., 2013. Анализ на банковата дейност. Свищов, Д.А.Ценов.
- Данаилов, Д., 1999. Международни бизнес анализи. София, ИК Лорен.
- Димитрова, Р., 2011. Банки и банково обслужване. София, Ромина.
- Эриашвили, Д., К. Ховард, А. Цыпкин и др., 2003. Маркетинг. Москва
- Заводска, З. и др. 2004. Банково дело. София, УИ Стопанство.
- Захарьян, А., 2004. Экспертная оценка комплексной устойчивости коммерческого банка, Российски экономический журнал, Москва.
- Завьялов, П., 1995. Конкурентоспособность и маркетинг. Российски экономический журнал, №12, с.50-55.
- Зулькарнаев, И., 2001. Метод расчета интегральной конкурентоспособности промышленных, торговых и финансовых предприятий. Маркетинг в России и за рубежом, N 4, с. 24
- Ишикова, К., 1989. Японската система за управление на качеството. Какво представлява системата за тотално управление на качество (16-то обновено и преработено издание). Токио.
- Колесников, А., И. Гудыменко и др. 1998. Маркетинг для начинающих свое дело. Невинномысск: ЗАО, с. 138.
- Лифиц, И., 2001. Теория и практика оценки конкурентоспособности товаров и услуг. Москва.
- Македонски, Н., И. Чибаняева и др., 1997. Конкурентоспособност и фирмено управление. Варна, Технически университет.
- Маринов, Г., М. Велев, О. Гераскова., 2008. Икономика и конкурентоспособност на предприемаческата дейност, София, Информат интелект.
- Миронов, М., 2004. Ваша конкурентоспособност, Москва.
- Ненов, Т., 2008. Управление на конкурентоспособността и растежа. Варна. Икономически университет Варна.
- Ненов, Т., 2003. Планиране и анализ на стопанската дейност на индустриалното предприятие. Варна, Икономически университет Варна.
- Печенкин, А., В. Фомин., 2002. Обоценке конкурентоспособности товаров и товаропроизводителей. Маркетинг, N 15, с. 104-107.
- Портър, М., 2010. Конкурентна стратегия. София, Класика и стил.
- Радков, Р. и др., 2004. Банково дело. В. Търново, изд. Деси.
- Рибов, М., 2003. Управление на конкурентоспособността в туризма. София, Тракия-М.
- Спицын, И.О., Я.О. Спицын., 1993. Маркетинг в банке. Тернополь, АО "Тарнекс", ЦММС "Писпайн", с. 45, с. 266.
- Суваров, А., 2001. Сравнителны анализ показатели и оценка устойчивост и ефективности финансовой деятельности банки. сп. Финансы и кредит, с. 2-9.
- Хруцкий, В., Е. Корнеева., 2003. Современный маркетинг. Москва.
- Allen, L., and C. Pantzalis, 1996. Valuation of the Operating Flexibility of Multinational Corporation, Journal of International Business Studies 27:633-53.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley., M., 1996. The economics of Strategy, NY; Woring, G. Industry differences in the persistence of firm-specific returns, The American Economic Review, pp. 1253-1265.

Black., S. and Porter, 1996. L., Identification of the Critical Factors of the TQM, *Decision Sciences*, Vol. 27, № 1, pp. 1-21.

Clark, K.. Competing through Manufacturing and the New Manufacturing Paradigm: Is Manufacturing Passe? *Production and Operations Management*, Vol 5.№ 1., pp. 42-58.

Comptom, E., 1985. Credit Analysis is Risk Analysis. *The Bankers Magazine*, March/April.

Crosby, P. 1979. *Quality of free*, McGraw – Hill, New York.

Dopfer, K., Foster, J., Potts, J. 2004.. Micro-meso-macro. *Journal of evolutionary economics*. USA, Vol. 14, N 3, p. 263-279.

Jacobsen, R. 1988. The persistence of abnormal returns, *Strategic Management Journal*, 9, pp. 415-430.

Juran, J. and Gryna, F. 1980. *Quality Planning and Analysis*, McGraw – Hill, New York.

Kaplan, R., Norton, D., 1992. The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, January – February, pp. 71-79.

Kaplan, R., Norton, D., 2000. *The Strategy-Focused Organization: How Balanced*

Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment. Boston, Mass. Harvard Business School Press.

McKee, D., Varadarajan, P., and Pride, W., 1989. Strategic Adaptability and Firm Performance: A Market – Contingent Perspective, *Journal of Marketing*, 53:3, pp. 21-23.

Pace, R.W. and Stephan, E.G. (1996) Paradigms of competitiveness. *Competitiveness Review*, Vol. 6 No. 1, pp. 8-13. (Цит по: Development of market orientation and competitiveness of Ukrainian firms Irina Akimova. *European Journal of Marketing*. Bradford: 2000. Vol.34, Iss. 9/10; pp. 1128).

Prahalad C.K, Hamel G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*. 68:p.81.

Ramasamy, H., 1995. Productivity is the Age of Competitiveness: Focus on Manufacturing in Singapore, *Productivity of the Age of Competitiveness*. APO Monograph Series 16, Asian Productivity Organization.

ВЪТРЕШЕН ОДИТ И ИЗМАМИ

Пламен Илиев¹

Нов Български Университет

Резюме: Темата не е нито нова, нито е някакво изключение за съвременния икономически живот, а видно от въведението отдавна се използва умишлено или не в световен мащаб и в национален. Статията акцентира на различните определения за измами и злоупотреби, както и на възможните такива срещани във финансовите отчети. Отделено е място на евентуалните мотиви за тяхното из-

вършване, както и ролята на вътрешния одит за предотвратяването им. Налице са и евентуални действия и подходи за тяхното намаляване, както и препоръки за законодателно им ограничаване.

Ключови думи: измами, злоупотреби, финансов отчет, контрол, одит.

INTERNAL AUDIT AND FRAUDS

Plamen Iliev

New Bulgarian university

Abstract: The subject is neither new nor an exception to modern economic life, and as seen in the introduction, it has long been used intentionally or not on a global scale and nationally. The article focuses on the different definitions of fraud and abuse as well as the possible definitions in the financial statements. There is a place for the possible motives for doing them,

as well as the role of the internal audit to prevent them. There are also possible actions and approaches for their reduction, as well as recommendations for their legislative restriction.

Keywords: fraud, abuse, financial report, control, audit.

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 93-101

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: kaviplas@abv.bg

През последните години с все по-особена острота се налага проблемът с верността и истинността на финансовата отчетност / ГФО² / на организациите, както от публичния сектор /ПС/, така и от непубличния, които в следствие се оказват „неверни“, независимо, че за заверени от сериозни одиторски компании. Пример за това са серията от финансови скандали в началото на ХХIви век, свързани със счетоводни измами в компании като Енрон, Пармалат, Уърлдком, КТБ у нас до известна степен и др.

Къде е мястото на одиторите /външни и вътрешни/ при тези финансови скандали: основният упрек е отправен към външните одитори, които носят отговорността, че са изразили мнение в докладите си, че финансовата отчетност на компаниите дават вярна и честна представа за имущественото и финансово състояние, за резултатите дейността и паричните потоци. На заден план остават вътрешните одитори, чиято отговорност е не по-малка. При това има много малко доказателства, вътрешните одитори някъде да са повдигали въпроси за въвличените в счетоводни скандали корпорации, най-малкото защото са подчинени на ръководството им. В много от компаниите отделите за вътрешен одит са били с „външно осигуряване“ /outsourcing/ на услугата, както например Енрон, като компания извършваща услуга по вътрешен одит е и външен одитор, като ползват едни и същи офиси, ресурси и т.н., с което е нарушена е независимостта и обективността на вътрешните одитори.

Вътрешните одитори имат сериозна роля и отговорност за оценката и спомагат за подобряване на процесите на управление на риска, контрола и управлението в организацията, което допринася за добавянето на стойност и подобряване на дейността на организацията. Всички големи финансови скандали са свързани с измама във финансовите отчети – дали чрез „творческо осчетоводяване“, извънбалансово осчетоводяване или по друг начин, което не би могло да стане без участието на ръководството на компаниите. Това още повече усложнява работата на одиторите /външни и вътрешни/ и

повишава отговорността им към държавни органи, финансови институции, инвеститори и към обществото като цяло.

В тази посока, под “вътрешен одит” според Института на вътрешните одитори /ИВОб/, се разбира независима и обективна, осигурителна и консултантска дейност, предназначена да допринася за добавянето на стойност и подобряване дейността на организацията. Той помага на организацията да постигне целите си чрез прилагането на систематичен и дисциплиниран подход за оценяване и подобряване на ефективността на процесите за управление на риска, контрол и управление.

Това е една независима функция на оценяване, установена в една организация като услуга към организацията за да се проучват и оценяват нейните дейности.

Вътрешният одит се осъществява чрез изпълнение на конкретни одитни ангажменти за даване на увереност или консултиране.

Одитният ангажмент за даване на увереност се изразява в предоставяне на обективна оценка на доказателствата от вътрешния одитор с цел да се предостави независимо мнение или извод относно процес, система или друг обект на одита (Закон за вътрешен одит в публичния сектор). Целта и обхвата му се определят от ръководителя на вътрешния одит. Той се осъществява чрез: одит на системите, одит за съответствие, одит на изпълнението, финансов одит, одит на информационните системи и технологии и преглед на състоянието.

Одитният ангажмент за консултиране се изразява в даване на съвет, мнение, обучение и други, предназначени да подобряват процесите на управление на риска и контрола, без вътрешният одитор да поема управленска отговорност за това. Одитният ангажмент за консултиране е по инициатива на ръководителя на организацията (Закон за вътрешен одит в публичния сектор).

Вътрешното одитиране може да се разпознае като един организационен контрол, който функционира чрез измерване и оценка на ефективността на другите контроли. Ко-

² Годишен финансов отчет.

гато една организация установи свое планиране и след това започне да изпълнява своя план чрез дейности, тя трябва да направи нещо, за да наблюдава дейностите и да осигури постигането на поставените цели. Тези по-нататъшни действия се считат за контроли. Специалната роля на вътрешния одит е да се помогне да се измерят и да се оценят тези контроли. Така вътрешните одитори трябва да разбират както своята роля като контролна функция, така и природата и обхвата на другите видове контроли в организацията. Следователно съществува известна разлика между системата за финансово управление и контрол на организацията /СФУК/ и вътрешния одит.

В света съществуват не малко организации на вътрешните одитори – национални и международни. Една от тях е Институтът на вътрешните одитори - The IIA Inc единствената глобална организация на вътрешните одитори, основана през 1941 г. и обединяваща над 130 000 професионалисти. В България това е Института на вътрешните одитори в България /ИВОб/. Мисията на ИВОб е да насърчава и подкрепя развитието на вътрешния одит и да бъде водещата професионална организация на вътрешните одитори в страната, призвана да представя и развива теорията и практиката на вътрешния одит.

Когато говорим за измами или злоупотреби, като обект на вътрешния одит, трябва да си изясним какво е това. Измамата или злоупотребата е целенасочено отклонение от нормите за поведение, умишлено извършена с цел облагодетелстване и създаване на корупционни практики (Динев, 2015). Злоупотребата е възможна, както във областта на финансите, така и като злоупотреба с доверие, лоялност, служебно положение и др.

Измама имаме и когато е налице:

- неточна приблизителна счетоводна оценка, възникваща от недоглеждане или от неправилно тълкуване на факти;

- грешка в приложението на счетоводни принципи относно оценяването, признаването, класификацията, представянето или оповестяването.

Терминът „измама“ се отнася още и до преднамерено действие на едно или повече лица от ръководството, лица, натоварени с общо управление, служители или трети страни, включващо използването на заблуда за придобиването на несправедливо или незаконно предимство (Закон за финансово управление и контрол в публичния сектор). Въпреки че „измамата“ е широка правна концепция, одиторът се занимава с измами, които могат да доведат до съществени неточности, отклонения и несъответствия в отчетността. Одиторите /включително вътрешните/ не правят правни определения дали действително е била извършена измама, а само са длъжни да ги отбележат в докладите. Измама, включваща действия на един или повече членове на ръководството или на лицата, натоварени с общо управление, се нарича „измама от страна на ръководството“, а измама, включваща действия само на служители на предприятието се нарича „измама от страна на служител“. И в двата случая може да има тайно споразумение в предприятието и с трети страни извън него.

Два типа преднамерени неточности, отклонения и несъответствия са съществени за одитора, а именно неточности, отклонения и несъответствия, възникващи в резултат от неистинска финансова отчетност, и неточности, отклонения и несъответствия, възникващи в резултат на незаконно присвояване на активи.

Неистинска или невярна финансова отчетност включва преднамерени неточности, отклонения и несъответствия, включително пропуск на суми или оповестявания в отчетността с цел заблуда на потребителите на този финансов отчет. Тя може да се постигне по някои от следния начин:

- манипулация, фалшификация /включително подправяне/ или промяна на счетоводна документация и данни, или на първични и вторични документи, на базата на които се изготвя финансовият отчет;

- въвеждане в заблуждение относно събития, сделки или друга съществена информация, или преднамереното им пропускане във финансовия отчет;

- преднамерено неправилно приложение на счетоводни принципи, свързани със суми, класификация, начин на представяне или оповестяване.

Измамата във финансовия отчет често включва заобикалянето или пренебрегването от страна на ръководството на контроли, които иначе може да изглежда, че работят ефективно. Измама може да бъде извършена чрез заобикалянето или пренебрегването на контролите от страна на ръководството при използване на техники като:

- отразяване на фиктивни записвания в счетоводните регистри, особено към края на отчетния период с цел манипулиране на резултатите от дейността или за постигане на други цели;

- неправилно коригиране на предположения и промяна на преценки, използвани за приблизителната оценка на салда по сметки;

- пропускане, предварително признаване или отлагане на признаването на събития и сделки във финансовия отчет, които са възникнали през отчетния период;

- прикриване или неоповестяване на факти, които биха могли да се отразят върху сумите, представени във финансовия отчет;

- ангажиране със сложни сделки и операции, които са структурирани с цел неподходящо представяне на финансовото състояние или финансовите резултати на предприятието;

- променяне на документацията и условията, свързани със съществени и необичайни сделки и операции.

Неистинската финансова отчетност може да бъде причинена от усилията на ръководството за управление на печалбите с цел заблуда на потребителите на финансовия отчет като се повлияе върху тяхната представа за постигнатите резултати и рентабилност на предприятието. Това управление на печалбите може да започне с дребни действия или неподходяща корекция на предположения и промени в преценките от страна на ръководството. Натискът и мотивацията може да доведат до разрастване на тези действия до степен, при която те водят

до невярна финансова отчетност. Подобна ситуация може да възникне, когато поради натиск да се удовлетворят пазарните очаквания или желание да се получи максимално възнаграждение, базирано на постигнатите резултати, ръководството преднамерено заема позиции, които водят до невярна финансова отчетност чрез съществени неточности, отклонения и несъответствия във финансовия отчет. В други предприятия ръководството може да е мотивирано да намали печалбата със съществена сума, за да сведе до минимум данъците, или пък да увеличи печалбата за обезпечаване получаването на финансиране от банка.

Незаконното присвояване на активи включва кражба на активите на предприятието и често се извършва от служители при относително малки и несъществени суми. То обаче може да включва и ръководството, което обикновено има повече възможности за прикриване или укриване на незаконното присвояване по начини, трудни за разкриване. Незаконното присвояване на активи може да бъде извършено по редица начини, включително:

- Присвояване на постъпления /например присвояване на събраните вземания или отклоняване на постъпления от отписани сметки в лични банкови сметки/.

- Кражба на физически активи или интелектуална собственост /например кражба на материални запаси за лична употреба или за продажба, кражба на скрап за препродажба, договаряне за разкриване на технологични данни срещу плащане/.

- Заплащане от страна на предприятието за стоки и услуги, които не са получени /например плащания на фиктивни доставчици, комисиони, платени от доставчици на представителите по снабдяването на предприятието в замяна на увеличение на цените, плащания на фиктивни служители/.

- Използване на активите на предприятието за лични потребности /например, ползване на активите като обезпечение по личен заем или заем на свързано лице/.

Незаконното присвояване на активи често се съпътства от фалшиви или подвеж-

дащи книжа или документи, целящи прикриване на факта, че активите липсват или са предоставени като обезпечение без подходящо одобрение.

Измамата включва мотивацията или натиска за извършването, усетената възможност за извършването и определена организация за улесняване извършването на това действие. Лицата могат да бъдат мотивирани да присвояват незаконно активи, например, поради това, че живеят над възможностите, които им позволяват техните доходи. Ръководството може да изготви фалшифицирани или подправени финансови отчети, тъй като се намира под натиск от страна на източници, външни или вътрешни за предприятието, за да постигне очаквани / много често нереалистични / цели по отношение на печалбите – особено когато последиците за ръководството при неизпълнение на финансовите цели са съществени. Доловена възможност за невярна финансова отчетност или незаконно присвояване на активи може да съществува, когато едно лице вярва, че вътрешният контрол може да бъде пренебрегнат, например, когато лицето е на отговорна длъжност или познава специфичните слабости в системата за вътрешен контрол. Определени лица могат да са в състояние да улеснят извършването на действие за измама. Някои притежават отношение, характер или етични ценности, които им позволяват съзнателно и преднамерено да извършат нечестно действие. Но дори и честни хора могат да извършат измама в среда, която им оказва голям натиск.

Измамите в отчетността, насочени към „подобряване на финансовото състояние” може да се разделят на два вида – качествено и количествено подправяне на данните. Качествените отклонения могат да бъдат тенденциозни или неясни означения, подправяне на цифри и др. Обичайно чрез горните способности се увеличават активите и приходите и/или се намаляват задълженията и разходите. Това преувеличаване или намаляване води до увеличаване на нетната печалба на една акция и до по-стабилна картина на истинското състояние на предприя-

тието. Измамите могат да са и чрез пропуск или невярно представяне на финансовия отчет, невярно оповестяване и др.

Другият вид измама на отчетността в посока влошаване на финансовото състояние на предприятието обикновено са свързани с данъчното облагане и укриване на данъчни задължения /данъчни измама/, предстоящата приватизация или продажба на частно предприятие на други юридически или физически лица; обявяване на предприятие в несъстоятелност и др.

Основната отговорност за предотвратяване и разкриване на измама е на лицата, натоварени с общото управление и с ръководството на предприятието. Съответните отговорности на лицата, натоварени с общо управление, и на ръководството може да варират в различните предприятия и в отделните държави. В някои предприятия управленската структура може да бъде по-неформална, като лицата, натоварени с управление може да са същите лица, които са и в ръководството на предприятието.

Важно е ръководството, под надзора на лицата, натоварени с общо управление, силно да подчертава важността на предотвратяването на измамите, което може да намали възможностите за извършването им, както и да възпира измамите, което може да възпира отделните лица да не извършват измама поради вероятността от тяхното разкриване и наказване. Това изисква култура на почтено и етично поведение. Такава култура, базирана на стабилни основни ценности, се демонстрира от ръководството и от лицата, натоварени с общо управление, и представлява основата за служителите относно начина, по който предприятието реализира дейността си. Създаването на култура на почтеност и етично поведение включва определянето на подходящ тон; създаване и поддържане на позитивна среда на работното място; наемане, обучение и повишаване в йерархията на подходящи служители; изискване на периодично потвърждение от страна на служителите за техните отговорности, и приемане на целесъобразни действия в отговор на подозирана измама или на твърдение за измама.

Отговорност на лицата, натоварени с общото управление на предприятието, е да гарантират, посредством упражняване на надзор върху работата на ръководството, че предприятието е установило и поддържа система за вътрешен контрол за осигуряване на разумна степен на сигурност по отношение на надеждността на финансовата отчетност, ефективността и ефикасността на сделките и операциите и спазване на приложимото законодателство и други нормативни разпоредби. Активният надзор от страна на лицата, натоварени с общо управление, може да помогне за препотвърждаване на ангажимента на ръководството за създаване на култура на почтеност и етично поведение. При упражняването на отговорността за надзор, лицата, натоварени с общо управление, разглеждат възможността за заобикаляне от страна на ръководството на контролите или за други неподходящи въздействия върху процеса на финансова отчетност, като например усилия от страна на ръководството за управление на печалбите с цел оказване на влияние върху представата на анализаторите относно постигнатите от предприятието резултати и неговата рентабилност.

Както беше споменато по-горе, одиторите / външни и вътрешни/ не правят правни определения дали действително е била извършена измама.

Външният одитор, одитирац в съответствие с Международните одиторски стандарти (МОС), следва да получи разумна степен на сигурност, че финансовият отчет не съдържа съществени неточности, отклонения и несъответствия, независимо дали се дължат на измама или грешка.

Одиторът не може да получи абсолютна степен на сигурност, че ще бъдат разкрити съществени неточности, отклонения и несъответствия във финансовия отчет, поради такива фактори като упражняването на преценка, ползването на тестове, вътрешноприемствените ограничения на вътрешния контрол и фактът, че голяма част от одиторските доказателства, които са на разположение на одитора по своята същност са по-скоро убедителни, отколкото убеждаващи.

При придобиването на разумна степен на сигурност одиторът запазва отношение на професионален скептицизъм през целия одит, взема под внимание възможностите за пренебрегване на контрола от страна на ръководството и отчита факта, че одиторските процедури, които са ефективни за разкриване на грешка, може да не са подходящи в контекста на идентифицирания риск от съществени неточности, отклонения и несъответствия, дължащи се на измама.

Поради характеристиките на измамата отношението на професионален скептицизъм от страна на одитора е особено важно при разглеждане на рисковете от съществени неточности, отклонения и несъответствия, дължащи се на измама. Професионалният скептицизъм е отношение, което включва поставянето под въпрос и критичната оценка на одиторските доказателства. Професионалният скептицизъм изисква непрекъснато поставяне под въпрос на това дали информацията и получените одиторски доказателства предполагат, че е възможно да съществуват съществени неточности, отклонения и несъответствия, дължащи се на измама.

У нас регламентацията за външен одит се съдържа в Закона за независимия финансов одит / ЗНФО-29.11.2016г./ и МОС, както и Закона за сметната палата /СП/ и стандартите на ИНТОСАЙ. Закона за вътрешния одит в публичния сектор /ЗВОПС/ и Международните стандарти за професионална практика по вътрешен одит /МСППВО/ пък регламентират вътрешния одит в ПС. За организациите извън тях, в т.н. реален сектор няма изрична законова регламентация за вътрешен одит. Вътрешният одитор може да бъде лице /или звено за ВО³ според мащаба на организацията/ назначено на работа в организацията или да бъде външна организация по договор за извършване на вътрешен одит. Прилагането и спазването на МСППВО⁴ 2120, /както и МОС 240/ от вътрешните одитори в предприятието, е от значение като се има предвид специфичната структура на компанията във връзка с докладването от страна на вътрешния одитор на открити индикатори за възможна извършена измама.

³ Вътрешен одит.

⁴ Международни стандарти за професионална практика по вътрешен одит.

В повечето случаи вътрешният одитор би следвало да докладва на едно ниво по-високо от това, на което е извършена измамата, а ако има съмнения, че в измамата има участие на лица от ръководството /отговорно за изготвяне на отчетите/, тогава следва да се докладва на лицата, натоварени с общото управление или на одиторския комитет, ако има такъв. За пример може да се разгледа организация с корпоративна структура, каквато е една компания с регистрирани акции към Комисията по ценните книжа на САЩ. В компанията има Комитет по одит към Борда на директорите. Комитетът по одит предоставя упълномощаване за извършване на вътрешен одит чрез официален документ, наречен „харта за одитиране“, който очертава ролята и отговорностите на вътрешния одит. Един одитен комитет също така одобрява цялостните планове за извършване на вътрешен одит за продължаваща дейност по време на настоящия момент и след него. Комитетът по одита се състои само от външни директори, което му придава независимост спрямо ръководството на организацията и трябва да бъде съставен от една специално квалифицирана група от външни директори. И докато външните одитори имат отговорност към Борда на директорите на организацията да проверяват акуратността и верността на финансовите отчети, вътрешният одит има дори по-голяма роля в оценяването на вътрешните контроли по отношение на надеждността на финансовото отчитане, на ефективността и ефикасността на действията и на съответствията на организацията спрямо приложимите закони и разпоредби.

Познати са и се прилагат няколко подхода и методи от вътрешния одитор за разкриване на измамите във отчетите, като:

- Разграничаване на подхода ”мениджмънт на финансовия резултат” от измамата чрез финансовите отчети ;
- Познаване на различията между одита на финансовите отчети и проверката за измами чрез финансови отчети ;
- Определяне на рисковете от измами чрез финансовите отчети ;
- Прилагане на аналитични техники, интервю, проучване на документи и други.

При разграничаване на подхода ”мениджмънт на финансовия резултат” от „измамата чрез финансовите отчети”, общото между тях, че и при двата съществува управленски умисъл и по-конкретно умисъл за измама. Агресивният мениджмънт на финансовия резултат може да включва, а при измамата определено съществува умисъл от името на мениджмънта да се заблудят потребителите на финансовите отчети. Разграничаване на тези два метода би могло да се базира и на размера или значимостта на стойността, която е използвана при преценката или прогнозата на мениджмънта.

Предотвратяването на измама се състои в предприемане на действия, насочени към възпрепятстване на извършването ѝ или ограничаване на последствията от извършването ѝ. Основният механизъм за предотвратяване на измамата е контрола.

Противодействието на измамите чрез финансовите отчети е по-сложно отколкото при присвояването на и злоупотребите с активи и други видове измами, защото те се извършват от висшето ръководство, собствениците и обикновено са с помощта и съучастието на одитори, консултанти и адвокати (Динев, 2012)

Следвайки горепосочения принцип за триъгълника на измамата /мотив, благоприятна възможност и оправдание/ е логично да се противодейства на свързването на всичките три елемента. Това може да стане по следните начини:

- Намаляване на натиска за извършване на измами чрез финансовите отчети ;
 - Намаляване на благоприятните възможности за извършване на измами чрез финансовите отчети ;
 - Свеждане до минимум на оправданието за извършване на измами чрез финансовите отчети ;
1. Намаляване на натиска за извършване на измами в отчетността, става чрез:
 - Избягване на поставянето на непостижими финансови цели ;
 - Избягване на прилагането на прекомерен натиск върху служителите за постигане на целите ;

- Промяна на целите, ако пазарните условия го изискват ;

- Осигуряване на факта, че системите за стимулиране са честни и не създават твърде много стимули за извършване на измама ;

- Обезкуражаване на прекомерните очаквания от бъдещата стопанска дейност ;

- Отстраняване на оперативни пречки, блокиращи изпълнението на дейността .

2. Намаляване на благоприятните възможности за извършване на измами в отчетността, става чрез:

- Поддържане на акуратни и пълни вътрешни счетоводни записвания ;

- Внимателно наблюдаване на бизнес сделките и междуличностните взаимоотношения на доставчици, клиенти, търговски посредници и други, които си взаимодействат при сделките между финансовите отдели ;

- Създаване на физическа охранителна система с цел опазване на фирмените активи, готовата продукция, дълготрайните активи, паричните средства и други ;

- Разделяне на важните функции между служителите и отстраняване на тоталния контрол в една област ;

- Поддържане на записвания за персонала включително проверки на миналото на новите служители ;

- Стимулиране на взаимоотношенията на ръководство вътре в групите, за да се обезпечи изпълнението на счетоводните процедури ;

- Създаване на ясни и приложими счетоводни процедури без изключения.

3. Свеждането до минимум на оправданието за извършване на измами в отчетността, става чрез:

- Създаване на етични ценности, основаващи се на честност ;

- Приемане на политики, които да дефинират кое е неразрешеното поведение по отношение на счетоводството и измамите чрез финансовите отчети ;

- Осигуряване на редовно обучение на персонала относно осведомяването им за непозволеното поведение ;

- Създаване на механизми за конфиденциално докладване с цел да бъде докладвано за случаи на непозволено поведение ;

- Обявяване на последствията от нарушаване на правилата и съответните наказателни мерки ;

- Осигуряване на управленски практики, които да стимулират честност в счетоводната област ;

- Информирание на служителите от ръководството, че честността е приоритет и целите не трябва да бъдат постигнати чрез измама.

Много често измамите чрез финансовите отчети се извършват от мениджмънта често с помощта на **счетоводители, одитори, консултанти и адвокати**, поради което е редно да се препоръчат и законодателни инициативи в следните насоки:

-Счетоводно регулиране чрез конкретни счетоводни стандарти относно намаляването на възможностите за „управлението“ на финансовия резултат, чиято цел и последствия обикновени са измамите чрез финансовите отчети;

- Законодателно регулиране на изискванията към ръководството на предприятието, на неговите вътрешни и/или външни одитори и консултанти относно разкриването, оповестяването и предотвратяването на измами, свързани с финансовото докладване и присвояването и злоупотребата с активи ;

- Наказателно преследване на всички видове извършители на измами ;

- Засилване на обществената реакция и нетърпимост към измамите посредством възприемане на държавни стратегии и програми относно тяхното разпознаване, разкриване, разследване и предотвратяване .

В **заключение** ролята на вътрешния контрол и вътрешен одит, трябва да се засилва по отношение на измамите и злоупотребите като цяло, и конкретно относно тяхното проявление във финансовите отчети.

Литература

Динев Д. 2012. *Икономически измами*. 1 и 2 част. С. Институт на експерт проверителите на измами.

Динев М. 2015. *Контрол и регулиране в социалното управление*. С. УНСС.

Джаксън С. 2006. *Финансови измами в големия бизнес*. С. ИнфоДар.

Донев К. 2010. *Теория на финансовия контрол*. В. ИУ Варна.

Закон за финансово управление и контрол в публичния сектор, достъпен на: www.minfin.bg, последно посетен на 02.06.2017.

Закон за вътрешен одит в публичния сектор, достъпен на: www.minfin.bg, последно посетен на 04.06.2017.

Йорданов Кр. 2014. *Финансов одит*. ЕУС.

Калоянов С., Калоянова Н. 2009. *Измами във финансовите отчети и прилагане на МОС-240*. С. Институт на дипломираните експерт-счетоводители.

Международни одиторски стандарти, достъпен на: www.ides.bg, последно посетен на 05.06.2017.

Международни стандарти за професионална практика по вътрешен одит, достъпен на: www.iiabg.org, последно посетен на 05.06.2017.

Нормативни документи на ЕК - Регламент (1605/2002), Регламент (ЕО) №1828/2006, Регламент (ЕО) № 1073/1999, Договор за ЕО, достъпен на: www.es.europa.eu, последно посетен на 08.06.2017.

ТЪРГОВИЯТА СЪС СУБСАХАРСКА АФРИКА СПОРЕД БЪЛГАРСКИТЕ ФИРМИ

Едуард Маринов¹

ВТУ „Св. Св. Кирил и Методий“

Резюме: На базата на анализа на резултатите от проведено представително проучване на български предприятия, са изведени основните характеристики на фирмите, които осъществяват и проявяват интерес към търговия със Субсахарска Африка. С цел задълбочаване и конкретизиране на получените резултати и формулиране на адекватни препоръки към бизнеса и държавата са идентифицирани фирми, имащи реални външно-търговски отношения със страни от региона, с които са проведени структурирани дълбочинни интервюта. Изследването представя

получените резултати, като в първа част накратко е разгледана общата характеристика на търговията на България със Субсахарска Африка, във втората е представен изведения синтетичен профил на българските компании, търгуващи с региона, а в основната, трета част, са обобщени нагласите и оценките на представителите на българския бизнес, изведени в рамките на структурираните дълбочинни интервюта.

Ключови думи: външна търговия, ССА, възможности за износ, нагласи на българския бизнес

TRADE WITH SUB-SAHARAN AFRICA ACCORDING TO BULGARIAN COMPANIES

Eduard Marinov

Veliko Tarnovo University

Abstract: The main characteristics of the companies carrying out and exhibiting interest in trade with Sub-Saharan Africa are identified based on the analysis of a representative survey of Bulgarian enterprises. In order to deepen and streamline the results obtained and to formulate adequate recommendations to the companies and the government for the future development of their policies, a number of companies with real trade relations with countries from the region were identified, with which structured interviews were conducted. The study discusses

the results obtained – the first section presents briefly the general features of Bulgarian trade with Sub-Saharan Africa, the second focuses on the identified synthetic profile of Bulgarian companies trading with the region, while the third, main part of the study summarises the attitudes and assessments of Bulgarian business outlined within the structured interviews.

Keywords: international trade, SSA, export opportunities, Bulgarian business attitudes

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 102-115

¹ Доктор и гост-лектор в департамент „Икономика“ в Нов български университет, главен асистент и научен секретар на секция „Международна икономика в Института за икономически изследвания при БАН“, асистент към Стопански факултет на ВТУ „Св. Св. Кирил и Методий“, e-mail: eddie.marinov@gmail.com

Въведение

През последните години се наблюдава тенденция българският износ да разширява стойностите си към партньорите с висок дял за сметка на намаление на износа към страните с по-малко присъствие. В условията на задълбочаващите се процеси на либерализация и глобализация насърчаването на външнотърговските отношения е основен стълб на държавите в стратегиите им за икономическо развитие (Бянова, 2010). Концентрирането на външната търговия с една страна или с икономическа общност, какъвто е случаят с Европейския съюз, предопределя зависимост на българската икономика от икономическата конюнктура на страните партньори, което крие висок риск от бързо пренасяне на световните икономически тенденции в нашата страна (ИИИ, 2016). Справянето с промените във външната среда е свързано с планирането на „буфери“, т.е. със създаването на устойчивост в търговията и икономиката, така че те да не се влияят от тези промени (Николова, 2015). Може да се очаква, че стагнацията в ЕС ще продължава и вътрешното търсене в България ще е слабо, което ще задържа растежа в българската икономика. Затова растежът ще се определя от възможностите за износ, особено извън ЕС, а в този смисъл всякакви политики за насърчаване на износа са от фундаментално значение за растежа и стабилността на икономиката в средносрочна перспектива.

Държавите от Субсахарска Африка придобиват все по-сериозно значение във външнотърговските отношения на България, а развитието на търговията с тях има сериозен потенциал от гледна точка на възможностите на техните пазари за българските фирми.

Основната цел на настоящото изследване е да бъдат обобщени оценките, нагласите и препоръките на българския бизнес, изведени в рамките на структурирани дълбочинни интервюта, проведени с представители на български фирми, търгуващи и проявяващи интерес към региона на Субсахарска Африка. В първата част е обобщено сегашното състояние на външнотърговските отношения с държавите от Субсахарска Африка. Втората част представя изведения на базата

на представително проучване на българския бизнес синтетичен профил на българските компании, търгуващи с региона. В основната, трета част, са обобщени нагласите и оценките на представителите на българския бизнес, изведени в рамките на структурираните дълбочинни интервюта.

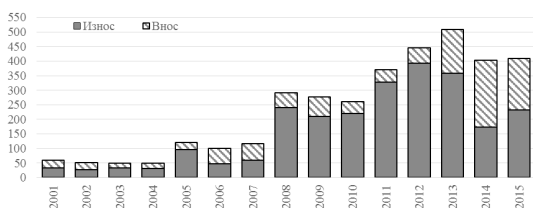
Обща характеристика на външнотърговските отношения на България със Субсахарска Африка

Повишаването на износа и „отварянето“ към нови пазари е възможна алтернатива, която да доведе до стабилизиране на добрите позиции във външнотърговския обмен, особено в условията на глобализиращи се пазари и засилена международна конкуренция. Задълбочаването и разширяването на външнотърговските отношения могат да бъдат едновременно ключов фактор за откриване на различни перспективи пред българската икономика и катализатор за нейното развитие. Във връзка с това България трябва да потърси възможности за реализиране на продукцията си не само на европейските, но и на други големи пазари (Гълъбова и Несторов, 2016). Такива пазари потенциално могат да бъдат страните от Субсахарска Африка.

Външноикономическите отношения на България с държавите от Африка бележат значителен спад след годините на прехода към пазарна икономика. Докато през 1984 г. дялът на търговията на България със субсахарските страни заема 4,3% от общите търговски потоци, в началото на разглеждания период (2003 г.) този дял е едва 0,3%. За периода 2003-2015 г. дялът на търговията нараства почти тройно, като през 2013 г. достига почти 1,1%, а в последните две години е 0,83%. При разглеждането на относителните им стойности по-голямо увеличение има вносът – от 0,17% през 2003 г. до 0,67% през 2015 г., като за 2014 г., когато дялът е най-висок, той е 0,87%, докато при износа нарастването е с 0,51 процентни пункта – дялът през 2003 г. е 0,49%, а през 2015 г. – 1,00%, като най-висок е през 2012 г. – 1,62%.

Общата стойност на търговските потоци между България и държавите от Субсахарска Африка през възлиза на 409.8 млн. евро, като търговията с региона заема едва 0.8% от общите и 2.3% от извънобщностните търговски потоци на страната (виж Фигура 1). През целия период от 2003 до 2015 г. преобладава износът – за 2015 г. стойността му е 233.2 млн. евро, а делът от търговията с държави извън ЕС – 2.8%. Вносът е значително по-малко – 177.6 млн. евро, 1,9% от извънобщностната търговия на България.

До влизането на България в ЕС (до 2007 г. вкл.) търговията със Субсахарска Африка е с относително малък обем – малко под 50 млн. евро през 2003 и 2004 г. и около 100 млн. – през 2005-2007 г., като вносът и износът имат сходни стойности до 2007 г., след което се наблюдава сериозен скок в експорта – близо 4 пъти само до 2008 г. и почти 6 пъти до 2013 г.



Фиг. 1. Външна търговия на България със Субсахарска Африка (млн. евро)

Източник: Trade Map, ITC calculations based on UN COMTRADE statistics.

При разглеждането на динамиката на външната търговия със Субсахарска Африка трябва да се отбележи и фактът, че глобалната финансова криза почти не се отразява негативно върху външната търговия на България с региона – през 2009 г. износът намалява с 31.6 млн. евро, но вносът се увеличава с 16.7 млн., така че общия спад в търговските потоци е само с 14.8 млн., които е едва около 5% от стойността им през 2008 г. През следващата 2010 г. пък намалява вносът (с 25.5 млн. евро), за сметка на износа, който се увеличава с 10.3 млн., като по този начин спадът в търговските потоци отново е с около 15 млн. евро. През 2011 г. и

двата показателя растат – вносът минимално (с 0.8 млн.), а износът – с над 50% (108 млн. евро), като по този начин стойността на търговските потоци достига 370.5 млн. евро.

През 2013 г. стойността на търговията е най-висока от целия разглеждан период – 507.8 млн. евро. Износът е най-много през 2012 г. – 392.8 млн. евро, а вносът – през 2014 – 227.5 млн. През последните три години от периода се наблюдава известен спад в търговските потоци – през 2014 г. износът намалява почти двойно спрямо предходната година (със 184.5 млн. евро), след което през 2015 г. се увеличава с 59.8 млн. евро, докато при вноса спадът е през 2015 спрямо 2014 г. (с 39 млн. евро). Така през 2014 г. общата стойност на търговските потоци е 401.9 млн., за да достигне до 409.8 млн. през 2015 г.

Анализът на стоковата структура на търговията помага да бъдат определени моделите на предлагане и търсене, както и да се идентифицират потенциалните конкурентни ниши за българските продукти на пазарите в Субсахарска Африка. За да бъде оползотворен потенциалът – не само в този регион, но и по отношение на външната търговия на България като цяло, правителството трябва да провежда и да подкрепя мерки, които могат да помогнат за диверсифицирането на производството и за повишаването на добавената стойност (Вуанов, 2014).

През 2015 г. в стоковата структура на търговията на България със страните от Субсахарска Африка през 2015 г. (Eurostat, 2017) доминират необработени (сурови) материали, негодни за консумация (37%, 152 млн. евро), храни и живи животни (27%, 112 млн. евро) и артикули, класифицирани главно според вида на материала (13%, 54 млн.). Водещо място в износа на България също заемат необработени (сурови) материали, негодни за консумация (39%), следвани от храни и живи животни (17%), мазнини, масла и восъци от животински и растителен произход (13%), машини, оборудване и превозни средства (12%) и артикули, класифицирани главно според вида на материала (10%). Вносът пък е почти изцяло концентриран в

храни и живи животни (41%), необработени (сурови) материали, негодни за консумация (34%) и артикули, класифицирани главно според вида на материала (18%). За 2015 г. салдото на България е положително във всички стокови групи с изключение на храните (-33 млн. евро), другите преработени продукти (-9 млн. евро) и напитките и тютюна (-2 млн. евро), като спрямо предходната година се наблюдава намаление на пасива и увеличение на положителното измерение за всички останали стокови групи.

През периода 2003-2015 г. се наблюдават сериозни промени в стоковата структура на търговията. Двете стокови групи, които през целия период имат сериозно място в търговските потоци са необработени материали, негодни за консумация (изкл. горивата) и артикули, класифицирани главно според вида на материала. Групите машини, оборудване и превозни средства и разнообразни готови продукти, н.д. имат относително постоянно място в търговията – съответно 7-10% и 1-2% за годините в периода. При продуктови групи храни и живи животни и минерални горива, масла и подобни продукти се наблюдават резки промени в относителния им дял от търговските потоци за отделни години от периода.

Най-сериозен ръст за целия разглеждан период имат групите необработени материали, негодни за консумация (изкл. горивата) (148 млн. евро повече през 2015 спрямо 2003 г.) и храни и живи животни (105 млн. евро), следвани от артикули, класифицирани главно според вида на материала (36 млн. евро), мазнини, масла и восъци от животински и растителен произход (30 млн. евро) и машини, оборудване и превозни средства (28 млн. евро), докато при групи разнообразни готови продукти, н.д., химични вещества и продукти, безалкохолни и алкохолни напитки и тютюн и минерални горива, масла и подобни продукти почти няма промяна (нарастването е с 1-5 млн. евро), а при стоки и сделки, н.д. дори се наблюдава минимален спад (1 млн. евро).

Основни търговски партньори на България сред държавите от Субсахарска Африка през 2015 г. са Намибия (86 млн. евро), Ре-

публика Южна Африка (72 млн. евро), Гана (50 млн. евро), Еритрея (35 млн. евро), Етиопия (35 млн. евро) и Танзания (24 млн. евро). Сред другите държави с по-сериозно присъствие (с дял от 2-5% от търговията с африканските страни от АКТБ) във външната търговия на България през 2013 г. са Мозамбик, Джибути, Кот д'Ивоар, Судан, Нигерия, Зимбабве и Уганда. Общо тези държави заемат 92% от търговията на България с региона (94% от вноса и 90% от износа). Основни източници на внос са Гана (41 млн. евро), следвана от Еритрея (35 млн. евро) и Танзания (21 млн. евро), а главни износни дестинации – Намибия (84 млн. евро), и Република Южна Африка (59 млн. евро).² Подробното изследване на стоковата структура на търговията на България с основните търговски партньори от Субсахарска Африка показва, че с малки изключения тя е слабо диверсифицирана. Внасят се ограничено количество продукти, почти само суровини, като най-голяма е стойността на металите (най-вече мед, преработена или не), какаото, кафето и тютюна. Износът също е съставен предимно от суровини (горива, метали и минерали), като може да се отбележи като положителен фактът, че при някои от държавите, макар и малка като стойности, се наблюдава известна разнородност, особено при износа на машини и оборудване. Наличието на много колебания в търговията, някои от които са причинени от внезапно появяване, често последвано от внезапно спиране още през следващата година на вноса или износа на даден продукт за определена държава, е показателно за непостоянната търговска политика на българските предприятия спрямо африканските държави.

В момента взаимните контакти между България и държавите в Африка на юг от Сахара в търговско-икономическата сфера се конкретизират предимно в проучване на пазарните възможности, обмен на икономическа информация, делови и бизнес-посещения на представители на български и африкански фирми, провеждане на двустранни бизнес-форуми и т.н. Тези изолирани инициативи обаче не са достатъчни за реализи-

² За по-пълнен и задълбочен анализ на външнотърговските отношения на България с държавите от Субсахарска Африка виж Маринов, Е. 2017. Търговски отношения на България с основните партньори от Субсахарска Африка – тенденции и перспективи. Сп. Икономика 21, 1/2017, с. 96-122. Свищов, ISSN 1314-3123.

ране на огромния потенциал за развитие на търговските и икономическите отношения между България и тези държави, особено от гледна точка на възможностите за българския бизнес. Външната търговия зависи в значителна степен от предприемачеството в страната, затова е необходимо да бъдат проучени фирмите, търгуващи с региона, което ще бъде направено в следващите части.

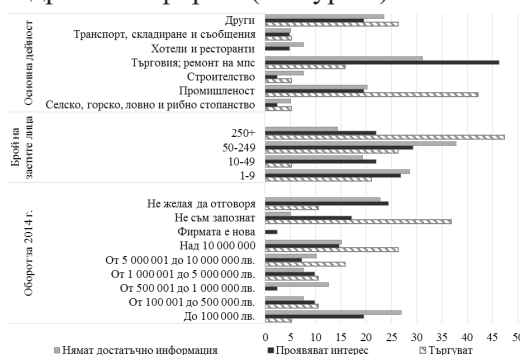
Синтетичен профил на българските фирми, търгуващи със Субсахарска Африка³

За да бъдат идентифицирани предприятията, които формират и от които може да се очаква да увеличат външната търговия на нашата страна с разглеждания регион, за първи път в последните няколко десетилетия е проведено емпирично изследване⁴ на компании, които вече търгуват със субсахарските страни, както и на тези които имат намерение да излязат на тези пазари. Изследвани са нагласите и опитът на фирмите, търгуващи със Субсахарска Африка и проявяващи интерес към региона в контекста на цялостната външнотърговска дейност на българските предприятия, като се анализира външнотърговската дейност на българските фирми като цяло и след това опитът и потенциалът им в Субсахарска Африка.

От направеното емпирично проучване на нагласите на българския бизнес става ясно, че въпреки че към момента реалните търговски отношения на българския бизнес с държавите от Субсахарска Африка са много ограничени, значително повече фирми проявяват интерес към региона. Едва 1.9% от българските фирми са сключвали сделки с партньори от тези страни, като половината от тях имат постоянни търговски партньори, а останалите осъществяват инцидентни сделки. Около 15% от компаниите биха проявили интерес, но нямат достатъчно информация.

От проучването на характеристиките на респондентите се вижда, че са налице съществени разлики между фирмите, които осъществяват търговия с държавите, и онези, които са заинтересувани от такава.

Най-сериозни разлики се наблюдават по отношение на размера на фирмите – при реално търгуващите преобладават едрите фирми с висок оборот, докато при заинтересуваните значително по-голям дял имат по-дребните фирми (Фигура 2).



Фиг. 2. Структура на фирмите, осъществяващи и проявяващи интерес към търговия с държавите от Субсахарска Африка

Интерес към региона проявяват всички групи фирми – и едрите, които в момента осъществяват по-голяма част от търговията, и средните и малките фирми, които имат по-ограничен потенциал за проникване на този пазар. Това налага провеждане на обща за всички фирми държавна политика за насърчаване и материализиране на този интерес.

Различия между предприятията, които реално осъществяват търговска дейност, и онези, проявяващи интерес, се отчитат и по отношение на основната им дейност. Тя е концентрирана главно в промишлеността и търговията – при търгуващите преобладава промишлеността, а при заинтересуваните и онези, които не разполагат с достатъчно информация – търговията. Въпреки че са налице определени разлики и между вносителите и износителите в отделните групи, те отново са концентрирани в тези две основни дейности – промишленост и търговия. Това, заедно с анализа на стоковата структура на търговията, дава основание да се направи изводът, че развитието на външната търговия може да се очаква именно от страна на фирмите, заети в тези два отрасъла.

³ За анализ на всички резултати от представителното проучване на българския бизнес, виж Маринов, Е. и Бобева, Д. 2017. Синтетичен профил на българските фирми, търгуващи със Субсахарска Африка. Сп. Икономическа мисъл, 1/2017, София, с. 49-68, ISSN: 0013-2993.

⁴ Национално представително проучване на българския бизнес в рамките на проект BG051PO001-3.3.06-0053/13.08.2013 „Повишаване качеството на образованието и на научните изследвания в областта на бизнес-инженерството за изграждане на икономика, основана на знанието (иновациите) и финансите“, проведено през 2015 г. сред 1000 фирми

При анализа на външнотърговската дейност на фирмите, търгуващи и проявяващи интерес към пазари и партньори от Субсахарска Африка, ясно се откроява силният интерес по отношение на възможностите за износ в региона от страна на фирми, които към момента не осъществяват никаква външнотърговска дейност. Наред с това сред търгуващите и проявяващите интерес към търговия с региона преобладават такива от индустрията, въпреки че този сектор е с по-малък дял в общата извадка от търговията, услугите и др. Това може да се отчете като положителна нагласа, тъй като означава, че по отношение на разглеждания регион се осъществява и може да се очаква разширяването на търговия със стоки с добавена стойност, а не с традиционните суровини. Същевременно фирмите, търгуващи със Субсахарска Африка, демонстрират по-голяма иновативна насоченост от средното, макар че дейностите, в които инвестират, не са твърде високо-иновативни.

Като цяло фирмите, осъществяващи външнотърговска дейност (особено износителите), отдават по-голямо значение на новите пазари. За много голяма част от търгуващите със Субсахарска Африка значението на проникването на нови пазари (особено извън Европа) за развитието на тяхната организация е голямо, докато сред проявяващите интерес и нямащите достатъчно информация този дял е доста по-нисък. Трябва да се отбележи и високият дял на фирмите, търгуващи с региона, смятащи, че биха могли да увеличат износа си при наличието на гарантирани пазари за тях, което би могло да бъде подпомогнато от провеждането на активна държавна политика за възстановяване на търговските връзки с държавите от Субсахарска Африка.

Резюмирана характеристика на фирмите, търгуващи със Субсахарска Африка, показва, че това са големи и средни компании, с висок оборот, заети в промишлеността, търговията и транспорта и съобщенията, търгуващи само със стоки или със стоки и услуги. Голяма част от тези фирми виждат възможност за увеличаване на

своя износ при гарантирани външни пазари, като освен това отдават голямо значение за развитието си на придобиването на нови пазари – както в Европа, така и извън нея. Тези фирми са сравнително високоиновативни, но инвестират предимно в придобиването на оборудване и софтуер. Това са предприятия, които разполагат с достатъчен капацитет за самостоятелно проучване на възможностите и осъществяване на външнотърговска дейност. Въпреки, че търгуват вече с региона, тези фирми също силно усещат липсата на информация и подкрепа в своята дейност. Основното, което може да бъде направено за увеличаване на търговията им със Субсахарска Африка, е да се повиши информираността относно възможностите и потенциала на региона, както и да се предприемат мерки за намаляване на риска включително чрез схеми и инструменти за застраховане.

Фирмите, проявяващи интерес към региона, пък са малки и средни предприятия, с нисък или средновисок оборот, заети в търговията и промишлеността, търгуващи само със стоки или със стоки и услуги. Малка част от тях виждат възможност за увеличаване на износа си при гарантирани пазари, но същевременно те и не придават голямо значение на проникването на нови пазари за развитието на организацията си. Тази група фирми са по-високоиновативни от средното, но по-малко от реално търгуващите, като и те инвестират предимно в придобиването на оборудване и софтуер. За тяхното активното въвличане във външнотърговска дейност е необходимо при формулирането и прилагането на политиката за насърчаване на малките и средните предприятия да се обърне по-голямо внимание на предприемането на мерки за насърчаване на външнотърговската им дейност и за повишаване на информираността им относно потенциалните пазари, действащите търговски споразумения (особено преференциалните) и конкурентни ниши. Това би спомогнало за засилване на търговията както със Субсахарска Африка, така и изобщо.

Нагласи и оценки на представители на българския бизнес

На базата на анализа на резултатите от проведеното представително стратифицирано проучване на 1000 български предприятия са изведени основните характеристики на фирмите, които осъществяват и проявяват интерес към търговия със Субсахарска Африка. С цел задълбочаване и конкретизиране на получените резултати и формулиране на адекватни препоръки към бизнеса и държавата са идентифицирани фирми, имащи реални външнотърговски отношения със страни от региона, с които са проведени структурирани дълбочинни интервюта.

През периода декември 2016 г. – април 2017 г. са проведени структурирани интервюта с представители на фирми, осъществяващи в момента или през последните 5 години, или проявяващи активен интерес към търговия с държави от Субсахарска Африка.⁵

Целта на проведените интервюта обхваща:

- проучване и оценка на нагласите на българския бизнес към възможностите и реалните външнотърговски отношения на България с държавите от Субсахарска Африка;
- проучване и оценка на нагласите на държавната администрация, отговорна за отношенията със страните от Субсахарска Африка;
- повишаване на информираността на българските фирми относно състоянието, тенденциите и потенциалните възможности и перспективи пред външнотърговските отношения на България с държавите от Субсахарска Африка.

Методология на проучването

Структурираните дълбочинни интервюта са проведени по предварително изготвен сценарий със собственици, мениджъри или отговорните за външнотърговската дейност и/или отношенията със Субсахарска Африка или конкретни търговски партньори от региона служители на 23 фирми, осъществяващи в момента или през последните 5 години външнотърговски отношения с партньори от субсахарските държави, и 12

фирми, проявяващи активен интерес към търговия с региона.

Интервюта са с продължителност до 2 часа и в повечето случаи са проведени на работното място на интервюираните. За да се запази неформалният характер на ситуацията на интервюто като метод за регистриране, беше предпочетено (съгласувано с интервюираните) воденето на систематизирани бележки на ръка, резултатите от които след това са резюмирани. Основните дискутирани теми включват:

- външнотърговска дейност на фирмата – характер, място в общата ѝ дейност, проблеми и предизвикателства, перспективи за развитие;
- отношения с партньори от Субсахарска Африка – място във външно-търговската дейност на фирмата, рискове, проблеми и предизвикателства, перспективи за развитие;
- държавна политика по отношение на външнотърговската дейност и конкретно относно тази, свързана със Субсахарска Африка – има ли отражение върху дейността на фирмата, основни проблеми и препоръки.

За целите на анализа в тази част всички получени по време на дълбочинните интервюта данни са използвани анонимно, единствено за постигане на резултатите на научния проект и без комерсиални цели.

Авторът се е ангажирал по никакъв начин да не дава достъп до индивидуалните отговори, нито до информацията относно конкретната индивидуализация или дейността на отделните анкетираните фирми и служители. При тяхната обработката и при анализа по никакъв начин не се представят индивидуални данни.

Съществуващи и потенциални географски пазари в Субсахарска Африка

Фирмите посочват ограничен кръг държави, с партньори от които търгуват, като те до голяма степен се припокриват с получените при анализа на състоянието на външнотърговските отношения износни дестинации и източници на внос – Република Южна Африка, Етиопия, Мозамбик, Зимбабве, Ни-

⁵ Интервюта са проведени в рамките на проект „Възможности и перспективи пред външнотърговските отношения на България с държавите от Субсахарска Африка“, финансиран от „Програмата за подпомагане на младите учени в БАН“

герия, Сомалия, (Южен) Судан, Танзания, Гана. Освен страните, които са сред основните търговски партньори на България, фирмите (особено онези, които се интересуват, но все още не търгуват в региона) посочват като държави в Субсахарска Африка, към които е насочен интересът им за бъдещо развитие на външотърговската дейност по-екзотичните и заемащи засега скромно място във външотърговските връзки на България Сейшелски и Коморски острови, Екваториална Гвинея, Конго, както и все по-ясно открояващите се като сериозни търговски партньори Еритрея и Кот д'Ивоар.

Повечето от българските предприятия, които поддържат трайни външотърговски отношения с партньори от Субсахарска Африка, са относително доволни от сегашното състояние на връзките си в региона и не търсят разширяване на дейността си в други държави, освен тези, с които работят в момента. Компаниите, които заявяват интерес, но все още не осъществяват външотърговска дейност, правят проучвания в тесен кръг пазари, дефинирани най-вече според конкретната външотърговска дейност, която искат да развият, но общото за всички е ограничаването в един до максимум три целеви пазара на континента. Тези отговори ясно показват относителната консервативност на българските фирми към по-сериозното от географска гледна точка развитие на дейността им в Субсахарска Африка, което донякъде може да бъде обяснено с отдалечеността, липсата на информация и трудностите при осъществяване на търговска дейност в този регион.

Партньори и контрагенти на българските фирми, които поддържат трайни външотърговски връзки със субсахарските държави, са предимно техните клиенти и доставчици в зависимост от конкретната дейност. Част от фирмите обаче поддържат отношения и с някои институции (национални и местни), най-вече с цел получаване на информация „от терен“ и осигуряване на нужните за осъществяването на дейността им сведения и документи. Интересно е да се отбележи, че както сред търгуващите, така и

сред проявяващите интерес български компании има малък брой, които са установили трайни връзки с изследователски институции, международни организации и консултанти и експерти от Субсахарска Африка.

Продукти и конкурентни ниши

При проучване на въпроса каква е външотърговската дейност на фирмите, осъществяващи реална търговия с региона на Субсахарска Африка, по-голяма част от интервюираните заявяват, че търгуват със стоки, докато при проявяващите активен интерес към региона фирми преобладават онези, които биха желали да търгуват с услуги. Разпределението на вносители и износители е относително равномерно както сред реално търгуващите, така и сред изразилите интерес към Субсахарска Африка български компании.

Повечето от фирмите-вносители оценяват като висок потенциала на субсахарския регион като източник на традиционно търгувани и сега суровини – различни руди и техните концентрати; какаови продукти; захар; кафе; чай; тютюн; плодове. При интервютата се очертават и някои продукти с потенциал за внос, които са по-специфични – живи цветя; преди и вълни; природни продукти; свързани с производството на козметика и парфюмерия; вино и дори някои преработени изделия (части за определени машини, кожени изделия, изделия от естествен каучук и др.).

Към момента по-голяма част от интервюираните компании, които осъществяват износ за държавите в региона на Субсахарска Африка, съсредоточават експортната си дейност в един или много малко на брой износни продукти. Наред с присъстващите и заемащи по-сериозно място в износа суровини (руди, земеделски продукти) и утвърдените преработени продукти (например касови апарати и акумулатори), някои от фирмите търгуват със Субсахарска Африка и с по-специфични преработени стоки – маси за бiliarд и алеи за боулинг, бенгалски огън, части за оптични инструменти, защитни каски, различни видове машини и части

за тях (стругове, млекопреработвателни машини, почистващи и сортировъчни машини за селскостопански стоки и др.), алуминиеви дограма и конструкции и т.н.

При интервюта се потвърждава и установеното при анализа на стоковата структура на търговските отношения често появяване и изчезване на конкретни продукти от експорта на България. Фирмите обясняват това с невъзможността да се поддържат трайни търговски връзки, с икономическата нестабилност в страните от региона – и по отношение на доходите, и по отношение на валутните курсове и икономическите политики на самите държави, както и с твърде непостоянния характер на търсенето. Това е и обяснението, което интервюираните фирми-износители дават за слабата продуктова диверсификация. Същевременно въпреки идентифицираните трудности, свързани с поддържането на трайни търговски връзки с конкретни контрагенти, българските компании не смятат за нужно да търсят други партньори от същата или от друга държава в региона. Много от тях просто се отказват от търговията с конкретния експортен продукт или я пренасочват към по-близките и достъпни пазари (преди всичко на ЕС и съседните на България държави), на които обаче конкуренцията е по-силна, а възможностите за печалби – по-малки.

Досега в сферата на услугите се осъществява най-вече внос на туристически продукти (все повече български граждани осъществяват туристически пътувания в държави, предимно в Източна и Южна Африка – Кения, Танзания, РЮА, Сейшелските острови, Етиопия), но има желание и за развитие на износа на такива – предлагане и промотиране на български туристически продукти за граждани на африканските държави. Други сфери в областта на услугите, в които българските фирми виждат потенциални възможности за развитие на външноикономическите отношения (и то не само като търговия, но и като възможности за инвестиции), са информационните и комуникационните технологии и финансовите услуги. Интересно е, че ня-

кои от интервюираните разглеждат Субсахарска Африка като регион с потенциал за инвестиции (най-вече в областта на производството, строителството и инвестиции в рисков капитал). Други обаче вече са започнали да търсят и да се договарят с инвеститори от региона за осъществяване на инвестиционни проекти там, в т.ч. под формата на създаване на смесени дружества за осъществяване на производствени и търговски дейности в някои от субсахарските държави (ЮАР и останалите страни от SACU, държавите от Източноафриканската общност, Ангола, Сенегал, Нигерия и др.).

Наред с идентифицираните в рамките на структурираните интервюта области според информация на БТПП, получена от членове на палатата, варианти за развитие има и във финансовите услуги, енергетиката, хранително-вкусовата промишленост и селското стопанство, минното дело, социалните услуги, строителството.

Съотношението на вносителите и износители е относително равно, но може да се очаква повишаване на дела на услугите в търговията със субсахарския регион.

При почти всички интервюирани обеми и количеството на търговията – внос или износ, с партньори от Субсахарска Африка са незначителни и заемат скромен дял в общата външнотърговска дейност на фирмата. Много малко сред интервюираните фирми разглеждат региона като основен пазар за продуктите си или като основен източник на производствени суровини.

Основни проблеми, идентифицирани от българските фирми

Основните проблеми, които интервюираните представители на български фирми, търгуващи и проявяващи интерес към Субсахарска Африка споделят, че срещат, са в няколко насоки, които са представени според честотата, с която се срещат в интервюта:

- липсата на достатъчно информация за възможностите, актуалната икономическа и политическа ситуация в държави-

те, представляващи интерес, за конкретните търговски режими и изисквания при осъществяването на внос и износ на определени продукти;

- ограничените възможности за получаване на такава информация от български представители на място и институции в България;

- политическата и икономическата нестабилност на много от държавите в региона, която е причина за трудното установяване на трайни търговски връзки с конкретни партньори;

- различната институционална и административна култура в отделните субсахарски държави, която често се проявява в наличието на различни и трудни за възприемане правила за осъществяване на външнотърговска дейност;

- липсата на дипломатически и търговски представителства на България в повечето държави, от които да може да бъде получавана правна и административна помощ;

- липсата на адекватни финансови инструменти, предлагани от българските (и чуждестранни) банки и институции, за подпомагане на външнотърговската дейност – преференциално кредитиране на експортно и импортно застраховане, финансиране на транспортна и складова логистика, инструменти за споделяне на търговския риск, държавно субсидиране на износа и вноса на определени продукти и др.;

- ниското ниво на езикова грамотност в държавите от Субсахарска Африка и наложената от културната специфика делова етика, които затрудняват воденето на преговори и дори самото сключване на сделки;

- силната, понякога дори нелоялна конкуренция на други фирми, вече присъстващи (най-вече от старите европейски метрополиси) или прилагащи агресивни стратегии за навлизане на целевите пазари (от Китай, Индия, други африкански страни и др.);

- високите транспортни разходи, свързани с осъществяването на износ и внос за

някои държави, особено в Западна и Южна Африка;

- недостатъчните възможности за финансиране на пътувания с цел проучване на пазарите (участие в панаири, изложби, срещи с бизнеса в региона).

Трябва да се отбележи, че нито една от интервюираните фирми не оценява като пречка конкуренцията на други български компании, което може да се разглежда както като положителна индикация, така и като показателно по отношение на слаборазвитата външнотърговска дейност, която българските компании осъществяват в Субсахарска Африка.

Представителите на българския бизнес дават и доста предложения за решаването на идентифицираните проблеми, които обаче ще бъдат разгледани заедно с препоръките им за промяна и подобряване на политиката, осъществявана от държавата за насърчване на външнотърговската дейност на българските фирми в Субсахарска Африка.

Причини за загуба на пазарите в Африка

За да се получи завършена картина на нагласите на фирмите, които най-добре познават пазара на Субсахарска Африка и да се направи сравнение с оценката на бизнеса като цяло, в рамките на структурираните интервюта е обсъдено миналото присъствие на България на определени пазари на африканския континент, както и това кои според фирмите са причините за изчезващото ни търговско присъствие в региона, за намаления интерес и от двете страни, или казано по-общо, за загубата на българските пазари и партньори в Субсахарска Африка.

Мненията, изказани от българския бизнес по време на структурираните интервюта относно това кои са причините за загубата на пазарите ни в Субсахарска Африка, се припокриват почти напълно с отговорите, получени в рамките на представителното проучване сред 1000 български фирми – липсата на информация относно африканските пазари, политическата и икономическата нестабилност в държавите в Африка,

последниците от членството на България в ЕС (ограниченията пред търговската политика на страната, наложени от членството и отварянето на европейските пазари).

При интервюта обаче като основна причина за загубата на търговски позиции в Субсахарска Африка е идентифицирана неправилната държавна политика, като са посочени различни нейни проявления – закриването на дипломатически и търговски представителства; продажбата на държавни активи в тези страни; ограничаването на възможностите за държавно подпомагане на външнотърговската дейност на фирмите; желанието за преориентиране на търговията към европейските пазари; незабележимото участие на България в международната политика по отношение на Африка; липсата на кадри; познаващи региона, и дори „съзнателното нежелание на администрацията да си върши работата“.

Препоръки на българските фирми към политиката на държавата

Не на последно място, в рамките на структурираните интервюта, представителите на фирмите, осъществяващи в момента или през последните 5 години, или проявяващи активен интерес към търговия с държави от Субсахарска Африка, изказват мнение във връзка с конкретните насоки, в които може да бъде променена и подобрена политиката на държавата за насърчаване на външнотърговската дейност на българските компании в Субсахарска Африка.

Всички интервюирани открояват нуждата от по-добра информираност относно пазарите, като предлагат различни алтернативи за постигането ѝ:

- публикуване на справки с актуални данни и анализи по отношение на двустранните и многостранните търговски отношения, както и за действащите търговски спогодби за повече държави от региона;
- провеждане на редовни информационни кампании (конференции, семинари, кръгли маси и пр.) от страна на държавните институции (най-вече се споменават МИ и БТПП, но също и Агенцията за чуж-

дестранни инвестиции, посолствата и представителствата на субсахарските страни в България);

- финансиране на участия на български фирми в специализирани изложения – както световни, така и конкретно регионални;
- организиране на срещи между представители на институции и фирми от България и такива от Субсахарска Африка;

• организиране на срещи между българските компании, работещи и имащи интерес към тези пазари, и между тях и институциите, които могат да подпомогнат търговската им дейност;

• изработване на редовен бюлетин, който да бъде изпращан до заинтересуваните фирми, който да съдържа информацията относно новите събития, възможностите и развитието на икономическите и политическите процеси (не само по отношение на Субсахарска Африка, а като цяло за по-непознатите пазари);

• създаване на специализиран уебсайт или портал, на който да могат да бъдат публикувани данни, анализи и новини за региона, а участниците на пазарите да могат да споделят опит и да търсят партньорства; и др.

Сред основните препоръки на бизнеса са и различни форми на съдействие от страна на държавата за намиране на потенциални партньори. Тази група препоръки до голяма степен се припокрива с предходната, като освен посочените възможни мерки за повишаване на информираността на българските компании се предлагат и такива за информиране на потенциалните партньори относно българските продукти и предлагащите ги фирми. Конкретни предложения в това отношение са:

- провеждането на промоционални кампании относно конкретни български продукти и производства в релевантни субсахарски държави;
- по-широкото информиране на фирми от субсахарския регион за събития, организирани и провеждани от българските институции (официални правителствени визити, срещи на фирми, търговски промоции);

- финансиране на участието на контрагенти на български фирми в панаири и изложби у нас;
- възстановяване, промотиране и финансово осигуряване на възможности за студентски обмен;
- финансиране на посещения на представители на българските фирми за провеждане на проучвания и преговори „на терен“ и др.

Като основна препоръка, чието изпълнение зависи изцяло от правителствената политика, се очертава и разкриването на повече дипломатически и търговски представителства на място, с цел да се осигури адекватна административна, правна, езикова и техническа помощ на българските фирми в държавите от Субсахарска Африка. В някои от интервютата предлага тези представителства да се изградят на принципа на публично-частното партньорство като в тях се използват кадри, връзки, а в някои случаи – дори ресурси на български фирми, които вече познават региона. За решаването на проблемите с информираността и осигуряването на търговски партньори някои от интервюираните предлагат също да се предприемат действия за стимулирането на това повече субсахарски държави да имат посолства в България, или поне акредитирани посланици, които физически да се намират в нашата страна.

Интервюираните представители на фирмите предлагат много и най-различни по характер, начин на осигуряване и степен на участие на държавата инструменти за финансово подпомагане на външнотърговската дейност в Субсахарска Африка – от предоставянето от частни банки на преференциално кредитиране (гарантирано от държавата, напр. чрез ББР) за експортно и импортно застраховане, финансиране на транспортна и складова логистика и инструменти за споделяне на търговския риск до създаването на целева държавна експортна банка и държавно субсидиране на износа и вноса на определени продукти и др. Почти всички интервюираните фирми споделят, че оценявайки рисковия характер на тези пазари, прилага-

нето на финансови инструменти за минимизиране на риска е важен фактор за насърчване на компаниите, които проникват на тях.

Заклучение

Направеният анализ на динамиката на външната търговия на България с държавите от Субсахарска Африка ясно показва нарастващото значение на тези страни във външнотърговските отношения на страната – стойността на търговията с тях се повишава над 3 пъти по-бързо от тази на общите търговски потоци на България извън ЕС. Търговията с тези държави открива пред България има сериозен потенциал и от гледна точка на увеличаващото се силно положително салдо на търговията с тях.

Представените наблюдения на базата на извършеното емпирично проучване на българския бизнес, заедно с бързия темп на нарастване на външнотърговските потоци с региона и положителното салдо, правят търговията с държавите от Субсахарска Африка както привлекателна за българските фирми, така и даваща възможност за стимулиране на растежа и стабилността на българската икономика в средносрочна перспектива.

Резултатите от проведените структурирани интервюта потвърждават идентифицираните при анализа на географската структура на търговията съществуващи основни пазари, но се открояват и няколко нови такива, при които може да се очаква увеличаване или поява на нови търговски потоци.

Повечето от фирмите имат или търсят партньори в една или малко на брой държави и не възнамеряват да разширяват търговските си връзки в повече от три страни от региона.

Причините за консервативното „географско“ поведение на българските компании са отдалечеността на пазарите, трудностите при осъществяването на търговска дейност в района и особено дефицитът на информация, свързан до голяма степен с това, че при проучването и навлизането на пазара основната част от българските фирми контактуват предимно със своите директни контрагенти в Субсахарска Африка.

Интервюираните представители на българския бизнес потвърждават наблюдението, направено при анализа на стоковата структура на търговията, че търговията е концентрирана в отделни продукти, както и че поради различни причини вносът и износът на тези конкретни продукти е постоянен, в някои случаи дори и само в рамките на една доставка.

Като основни области, в които интервюираните българските компании виждат потенциал за бъдещо развитие на външноикономическите си връзки със Субсахарска Африка, се открояват хранително-вкусовата промишленост и селското стопанство, строителството и енергетиката.

Като положителен от гледна точка на предстоящото въвеждане на реципрочни режими за либерализация на търговията може да се разглежда фактът, че доста голяма част от фирмите, които проявяват интерес към региона, търсят сред субсахарските държави пазари за износ на преработени изделия, а също и че и сред реално търгуващите, и сред заинтересуваните български компании има такива, които искат да развият търговия с услуги в региона.

Респондентите очертават редица проблеми, които могат да се обобщят в няколко големи групи:

- политическа и икономическа нестабилност на много от страните в региона, съчетана с различна институционална и административна култура в отделните държави, както и със специфична културнообусловена делова етика;

- ограничена информация за пазарите, комбинирана с недостатъчни възможности за предоставяне на правна, административна и друга подкрепа на място поради липса на дипломатически и търговски представителства;

- финансови ограничения – високи транспортни разходи и разходи за финансиране на пътувания за проучване на пазарите и промоция, съчетани с липсата на адекватни финансови инструменти за насърчаване на външнотърговската дейност;

- силна и понякога нелоялна конкуренция на фирми от други страни.

При разглеждане на въпроса за отношенията на България със субсахарските държави в миналото силно критичното отношение на респондентите към политиката на държавата към тези страни и техните пазари поставя въпроса за формирането на конкретни политики и мерки, аргументи за което могат да бъдат търсени както в потенциала на региона, така и в заявените интерес и намерения на български компании да търгуват с партньори от Субсахарска Африка.

В препоръките си почти всички интервюирани се обединяват около това, че държавната политика трябва да се изразява преди всичко в предоставянето на информационни услуги не само на българските фирми, но и на потенциалните им партньори в района, както и в предприемането на амбициозни и постоянни действия за налагане на българските стоки на пазарите от Субсахарска Африка.

Най-важните препоръки към националните органи и институции, особено по отношение на възможностите за решаване на основните идентифицирани проблеми, могат да бъдат обобщени в три основни области:

- подобряване на информираността (на българските фирми и на потенциалните им партньори);
- повече дипломатически и търговски представителства и публично-частни партньорства (в страните от региона и в България);
- финансови инструменти за намаляване на риска и за подкрепа на външнотърговската дейност с района.

За да бъде завършен анализът на нагласите на българските фирми, които търгуват със страните в Субсахарска Африка, ще бъде цитирано мнението на един от интервюираните: „През последните 27 години ние сме загубили почти всички позиции, които имахме в края на 80-те на тези пазари. Всяка държава, дори и да е малка, се стреми да контролира или поне активно да присъства в Африка. Изглежда, че само за нас не е интересно – имаме огромни посолства в Европа, вместо с част от инвестираните в тях финансови и човешки ресурси да се опитаме активно с подходящи хора да въз-

обновим, доколкото е възможно, присъствието си в тези страни. Колко от работещите в българските институции познават Африка? Има много да се работи по въпроса, а потенциалът, който тези страни разкриват пред България, включително и за развиване на нови конкурентоспособни производства, е огромен.“

Литература

Бянова, Н. 2010. Нарастващата необходимост от улеснение на търговията в условията на световна криза. В: България в ЕС. Велико Търново: Фабер, с. 265- 274.

Гълъбова, Б. и Н. Несторов. 2016. Състояние и тенденции при износа на руди, шлаки и пепели. Сп. Science & Technologies, Volume VI, 2016, Number 7: Social Studies, Стара Загора: СУСЗ, с. 114-119.

Институт за икономически изследвания при БАН (ИИИ). 2016. Годишен доклад 2016. Икономическо развитие и политики в България: Оценки и очаквания. София: Горекс Прес, ISBN 978-954-616-260-1.

Николова, И. 2015. Развитие на външната търговия на България след 1989 г. В: Икономиката в променящия се свят: национални, регионални и глобални измерения – Сборник доклади от международна научна конференция, том 1, Варна: Изд. Наука и изкуство, с. 69-75. ISBN 978-954-21-0833-7 (т.1).

Byanov, Ivan. 2014. CAP implementation and its influence on land use, agrarian structure and environment in Bulgaria. *Visnyk of the Lviv University. Series International Relations*. Issue 35/2014, pp. 218–227.

Eurostat, EU trade since 1988 by SITC database (DS-018995), достъпен на: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/international-trade-in-goods/data/database>, последно посетен на 2.05.2017.

ITC, Trade Map, ITC calculations based on UN COMTRADE Statistics, достъпен на: <http://www.trademap.org/>, последно посетен на 2.05.2017.

20 ГОДИНИ ПАРИЧЕН СЪВЕТ В БЪЛГАРИЯ – ЕФЕКТ ВЪРХУ МАКРОИКОНОМИЧЕСКОТО СЪСТОЯНИЕ НА СТРАНАТА И БЪДЕЩИ ПЕРСПЕКТИВИ

Елена Спасова¹

Нов български университет

Резюме: Направена е оценка на ефекта от системата на паричен съвет, въведена и поддържана в България от 1997 г., върху макроикономическото състояние на икономиката. Оценката се базира на анализ на икономическата теория по този въпрос, както и на емпирични наблюдения за ролята на паричния съвет в България при наличието на макроикономически сътресения и външни шокове. Въз основа на направените изводи относно процикличния характер на тази

система и силната ѝ консервативност са разработени три сценария за бъдещето на системата на паричния съвет в България – реалистичен, оптимистичен и песимистичен. Очертани са основните предпоставки за реализирането на всеки един от тях, както и рисковете, които ги съпътстват.

Ключови думи: паричен съвет; макроикономическа стабилност; икономически растеж; инфлация; гъвкавост.

20 YEARS OF CURRENCY BOARD SYSTEM IN BULGARIA – EFFECT ON THE MACROECONOMIC CONTEXT AND PROSPECTS FOR THE FUTURE

Elena Spasova

New Bulgarian University

Abstract: The currency board system that has been introduced and sustained in Bulgaria since 1997 is assessed on the basis of its impact on the macroeconomic conditions in the country. The assessment is founded on the theoretical advancements on the topic and on the empirical observations on the role of the currency board in Bulgaria when macroeconomic crises and external shocks occur. The conclusions for

the procyclical and conservative nature of the system are the basis of development of three scenarios for the future of the currency board in Bulgaria – a realistic, an optimistic and a pessimistic one. The main prerequisites for their implementation are outlined. The associated risks are stated.

Keywords: currency board, macroeconomic stability, growth; inflation; flexibility

Годишник „Икономика и бизнес“ на департамент „Икономика“, 2017, стр. 116-129

¹ Главен асистент, доктор, департамент „Икономика“, Нов български университет, email: elenaspasova@nbu.bg

Съвременната международна валутна система се характеризира с управлявано плаващи валутни курсове и национален избор на валутно-курсския режим, което съществено засилва колебанията на валутните курсове, а това, от своя страна, оказва значително влияние върху динамиката на външната търговия, платежно-балансовите движения и конкурентоспособността на икономиките. В този контекст е важно да се отбележи, че слаборазвитите и развиващите се държави традиционно избират по-консервативни валутно-курсисти режими (според данните на МВФ само развити държави имат свободно плаваща валута). През последните десетилетия всички държави, опериращи в системи на фиксиран валутен курс, са развиващи се или в преход. Относителната консервативност на системите на фиксираност на валутния курс, които в различни етапи от прехода биват прилагани в държавите от ЦИЕ /централна и източна Европа/ с различна продължителност, създава предпоставки за отклонение на реалните от номиналните валутни курсове, което влияе на външнотърговските потоци и повдига въпроса за ценовата конкурентоспособност на тези икономики на международните пазари и ефекта на различните валутно-курсисти режими върху устойчивостта на макроикономическата среда предвид уязвимостта им от външни шокове.

България оперира в условия на фиксираност на българския лев спрямо официалната валута в Германия от 1997 г. Функционирането на системата на паричен съвет в страната в продължение на 20 години повдига въпроси относно ползите и недостатъците на тази система; рисковете, които се крият в дългото ѝ поддържане, и алтернативите пред България за поддържане или промяна на валутно-курсисти режим.

В рамките на настоящия доклад ще бъде представена теоретичната рамка относно ефекта на различните валутно-курсисти режими върху макроикономическото състояние на държавите. Въз основа на теоретичния преглед ще бъдат обобщени очакваните ползи и недостатъци от продължителна фи-

ксираност на валутния курс и поддържане на паричен съвет. Системата на паричен съвет в България е неортодоксална – ще бъдат описани основните различия с традиционната система на валутен борд. Докладът включва три сценария за бъдещето на паричния съвет в България в три посоки – реалистична, оптимистична, песимистична.

Ефект на валутно-курсисти режим върху икономическия растеж и макроикономическото състояние – теоретична рамка

Въпросът за избора на валутно-курсисти режим, политиките за управление на курса на националната валута и ефекта от този избор върху изменението на определени макроикономически променливи (инфлация; волатилност на икономическия растеж; дългосрочен темп на икономически растеж; ръст на ПЧИ) е обект на изследване особено в годините след рухването на Бретън-Уудската система. Наред с това този дебат неизменно съществува като част от дискусията относно стратегиите за устойчив догонващ растеж на развиващите се икономики и икономиките в преход от командна към пазарна икономика. Един от импулсите, подхранващ тези изследвания, е ръстът на китайската икономика, причините за който редица икономисти търсят в целенасочената политика на Китай за подценяване на китайската валута спрямо щатския долар, което води до нарастваща конкурентоспособност на китайския износ (напр. Ahmed (2009), Cline (2010), Jo et al. (2010)).

Въпреки засилените дебати относно ефекта на валутно-курсистите режим и политики върху макроикономическото състояние на националните икономики, все още няма ясен консенсус в теорията за посоката на това въздействие. Редица изследвания се фокусират върху теоретичната връзка между валутно-курсисти режим и темпа на инфлация и възстановяване от икономически шокове, както и върху вторичните ефекти от валутно-курсисти режим върху инвестициите в икономиката, условията на търговия и заетостта, но изводите са разнопосочни. Липсата на консенсус относно въздействи-

ето на валутно-курсoвия режим върху икономическия растеж се подхранва и от често изтъквания аргумент, че валутният курс като номинална променлива не може да влияе върху реални променливи като темповете на икономически растеж (напр. Petreski (2009), Collins (1996)). Въпреки това, в икономическата теория се забелязват няколко основни тези за ползите и недостатъците от фиксираните валутно-курсoви режими, които биват системно доказвани емпирично и присъстват трайно в икономическите изследвания по въпроса.

Bailliu et al. (2002) посочват, че директният ефект на валутно-курсoвия режим върху икономическия растеж се изразява в скоростта на адаптиране и възстановяване при външни икономически шокове, като гъвкавият валутно-курсoв режим предпоставя по-бързо и по-гладко абсорбиране на икономическите шокове. Следователно би могло да се очаква, че при гъвкав режим растежът е по-голям, тъй като икономическият цикъл е по-слабо изразен и икономиката оперира относително по-близо до потенциала си. В унисон с това твърдение Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002, стр. 1174) твърдят, че външните икономически шокове в условия на фиксираност на валутния курс и ценова ригидност в краткосрочен план водят до ценови изкривявания, погрешно разпределение на ресурсите и висока безработица. Calvo (1999) обръща внимание и на необходимостта от защита на фиксирания курс при негативни външни шокове, което предполага високи реални лихвени проценти, както и нарастваща несигурност относно устойчивостта на фиксирания режим, което може да нарани перспективите за инвестиции в тази икономика.

Moreno (2000, стр. 53) използва традиционния макроикономически модел IS-LM за анализ на ефекта от фиксираността на валутния курс върху състоянието на икономиката. Съобразно тази теоретична рамка, при монетарни („LM“) шокове за предпочитане е фиксирания валутен курс, докато при реални („IS“) шокове по-добре би се справила икономика в гъвкав режим.

От друга страна, Nilsson and Nilsson (2000, стр. 333-334) посочват, че по-негъвкавите валутно-курсoви режими водят до чести дисбаланси между реалния и номиналния валутен курс, което в случаите на надценяване на реалния валутен курс може да доведе до намалена конкурентоспособност на икономиката, протекционистични мерки и намалени стимули за износ. Rodrik (2008) потвърждава, че надценената валута има негативен ефект върху растежа, но разширява тезата си, посочвайки, че подценена валута стимулира засилен растеж. Gluzmann et al. (2012) също намират положителна зависимост между подценяването на националната валута и икономическия растеж, но посочват, че, обратно на очакванията, подценяването на валутата в развиващите се икономики води до стимулиране на вътрешните спестявания и инвестиции, но не и до директно стимулиране на търгуемия сектор.

Domac et al. (2001, стр. 13-14) разглеждат избора на валутно-курсoв режим като избор на гъвкавост или на доверие. Според тях фиксираният валутно-курсoв режим стимулира инвестициите чрез намаление на неустойчивостта на политиките, редуциране на волатилността на валутния курс и на реалния лихвен процент (повишаване на доверието за сметка на гъвкавостта). Наред с това потвърждават, че трайно отклонение на валутния курс от равновесното му ниво може да доведе до външнотърговски дисбаланси, които, имат ефект за икономическия растеж на икономиката в средносрочен план. Същевременно гъвкавите валутно-курсoви режими позволяват независима парична политика, което съществено улеснява справянето на икономиката с вътрешни и външни шокове като промяна в условията на търговия или лихвените проценти. Тази свобода за действие струва известна загуба на доверие и предвидимост, както и по-високи нива на инфлация (повишаване на гъвкавостта за сметка на доверието), посочват Domac et al (2001).

Доразвивайки тезата си за степента на реакция при шокове, авторите твърдят, че гъвкавите валутни курсове имат предим-

ство, когато става въпрос за парични или външни шокове, тъй като последващата промяна във валутния курс предпазва икономиката. За сметка на това, при опасност от нестабилни вътрешни парична или финансова политики фиксиранияте валутни курсове допринасят за дисциплиниране.

В същия ред на мисли McKinnon and Schnabl (2003) твърдят, че именно валутно-курсната стабилност спрямо щатския долар между 1980 г. и 1997-98 г. (до Азиатската криза) допринася за ниска инфлация и добра фискална позиция в азиатските икономики, което води до засилени инвестиции и икономически растеж, известни като Азиатското икономическо чудо.

За разлика от Domaz et al. (2001), които посочват доверието и гъвкавостта като алтернативи, за Levy-Yeyati and Sturzenegger (2001) изборът между гъвкав и фиксиран валутен курс е дилема между икономически растеж и ценова стабилност. Предвид факта, че международните капиталови потоци играят все по-важна роля в икономическото развитие на дадена икономика, наред с това, че силната икономическа отвореност предпоставя силно въздействие на външните икономически шокове, гъвкавият валутно-курс режим предоставя инструментите за устойчив икономически растеж. За сметка на това, фиксираността на курса осигурява стабилност на други номинални макроикономически показатели като темп на инфлация.

Някои автори добавят, че фиксираният валутно-курс режим дисциплинира правителството и предпазва от валутни кризи. Collins (1996) и Edwards (1996) доказват, че политическата цена, която правителствата плащат при девалвация в условия на фиксираност на валутния курс, е прекалено голяма, за да си го позволяват често. Това, от своя страна, е мотив за относително строга фискална дисциплина. Същевременно Edwards намира, че държави със слаби правителства и нестабилна политическа среда по-рядко възприемат фиксиран валутен курс – твърдение, противоречащо на общоприетата теория.

След направения обзор на теоретичните дискусии по въпроса може да се заключи, че основните предимства на фиксиранияте валутно-курсни режими на макро ниво са:

- По-добра фискална дисциплина;
- По-голяма сигурност и доверие от страна на чуждестранните инвеститори;
- Намаляване на инфлацията (особено след епизоди на хиперинфлация) и стабилизиране на цените.

Въпреки очакваните положителни ефекти, дълготното поддържане на тази консервативна система, особено в условията на динамична международна и вътрешна икономическа среда, води до следните недостатъци или рискове:

- По-голяма уязвимост от външни икономически шокове поради липсата на гъвкав валутен курс, който да послужи като буфер; необходимост от „вътрешна девалвация“;
- Риск от системно, задълбочаващо се реално надценяване на местната валута, което да намали конкурентоспособността на местното производство и да доведе до външнотърговски дисбаланси;
- По-голяма нестабилност на темповете на икономически растеж в сравнение с гъвкавите валутно-курсни режими.

Степента на проявление на ползите и рисковете от функционирането на фиксиран валутно-курс режим пряко зависят от редица фактори на макроикономическата среда, нивото на развитост на съответната икономика и политиките, които се предприемат за макроикономическа стабилизация и икономически растеж. Поради това, въпросът за ефекта от паричния съвет в България върху макроикономическото ѝ състояние може да се изясни чрез анализ на фактическото състояние на икономиката в условия на фиксираност на валутния курс.

Дизайн на българския паричен съвет и ефект върху макроикономическата стабилност

През 1997 г. се приема нов закон за БНБ, чрез който се въвежда система на паричен съвет в страната. Това води до про-

мени в структурата на БНБ – създаването на три управления – управление „Емисионно“, управление „Банково и фискални услуги“ и управление „Банков надзор“. Управление „Емисионно“ отговаря за поддържането на системата на паричен съвет. Българският лев се фиксира към германската марка, а по-късно – към еврото.

Особеностите на българския вариант на паричен съвет могат да се обобщят в следните точки:

- Покритие на паричната база над 100% без точно фиксирана норма. Превъшенията допускат евентуална интервенция на БНБ като кредитор от последна инстанция при строго определени условия. Тази интервенция може да се осъществи от управление „Банково“, използвайки депозита си към управление „Емисионно“.

- БНБ запазва част от инструментите си за дискреционна политика – изменения в процента на минималните задължителни резерви в търговските банки. При въвеждането на паричния съвет минималните задължителни резерви са определени на 11%; по-късно – през 2000г., са свалени на 8%; през 2007 са вдигнати на 12% и отново свалени през 2008г. – на 10 %.

- В пасивната част на баланса на управление „Емисионно“ е включен депозит на правителството, което представлява инструмент на правителството за въздействие върху сумата на резервите. Това означава, че инструментите за провеждане на парична политика са два – минималните задължителни резерви и правителствения депозит, който влияе върху количеството на парите в икономиката.

- Непосредствената цел на паричните съвети е възстановяване на ценовата стабилност в държавата с фиксиран курс (намаляване на инфлацията). Дългосрочната цел на тази реформа е изравняване с равнищата на инфлация на държавата-котва. Допълнителен ефект от системата на паричен съвет е създаването на финансова дисциплина в страната. Валутният борд не позволява финансирането на държавата чрез емисия на

пари, което води до по-разумна финансова политика в държавата.

Както Nenovsky и Rizopoulos (2004) посочват, въвеждането на система на паричен съвет в България представлява смяна в позициите на кредиторите и длъжниците. Докато предишния режим отрежда доминираща роля на длъжниците, то при паричния съвет кредиторите са в по-силна позиция. Тази промяна се дължи на постигнатата стабилност, която е много важна за външните кредитори на страната, но и на негъвкавостта на тази система, която има потенциала да създаде сериозни неравновесия в икономиката с фиксиран курс.

Както вече беше посочено, целта на паричния съвет е да изравни нивата на инфлация на държавата с фиксиран курс с тези на държавата-котва. Това трябва да доведе и до постепенно изравняване на ценовите нива. Тези процеси не се случват в България. Маркар и действително въвеждането на паричен съвет да води до стабилизиране и драстично намаляване на инфлацията в краткосрочен план, засилените темпове на инфлация в последствие водят до постепенно отклонение на номиналния фиксиран валутен курс от нивата на реалния валутен курс. В годините на икономически бум (когато може да се очаква повишаване на инфлацията) процентът на инфлация устойчиво нараства и все повече се отдалечава от темповете на инфлация регистрирани в Евроразоната. През 2007 г. годишният процент на инфлация достига 12.5 % (ИПЦ, по данни на НСИ). Причините за това несъответствие могат да се търсят в различните нива на развитие на двете икономики и различната им икономическа структура, но, независимо от това, по-високите темпове на инфлация в страната с фиксиран курс водят до постепенно разминаване между номиналния и реалния валутен курс в посока на надценяване на българската валута², което има директен негативен ефект върху българската конкурентоспособност. Ефектът от този процес е в две посоки: 1) Поскъпване на българския износ; 2) Поевтиняване на европейския внос (Минасян (2006, 2012)). Тяхната комбинация води до посто-

² Съществуват сериозни дебати относно подценеността/ надценеността на българския лев. Безспорно през периода след 1997 г. българският лев реално поскъпва. Това може да се обясни с темповете на инфлация след 2005 г., притока на капитали към страната, ефектът Balassa-Samuelson. Въпреки това, стои въпросът дали оскъпяването на лева води непременно от надценяване на курса, което изисква оценка дали курсът на фиксиране на лева спрямо германската марка през 1997 г. е равновесен. Поддръжниците на тезата за подцененост на лева твърдят, че през 1997 г. левът е силно подценен поради кризата и през следващите години той се движи към равновесното си ниво (поради което реално поскъпва). Ако действително е така, то би трябвало подцененият курс да предизвика повишаване на ин-

яни, нарастващи дефицити по търговското салдо на страната. Търговският дефицит намалява след 2009 г. поради свиването на потреблението (в това число и на вноса) и поради намаляване на цените на енергийните ресурси през следващите години, но отрицателният знак е винаги налице.

Въпросът за равновесното ниво на курса на българския лев спрямо чуждестранните валути действително има голямо значение за оценката на ефектите от валутния борд върху конкурентостта на българската икономика. Интересно е да се отбележи, че оценките за надцененост/подцененост на лева са в противоположни посоки преди и след 2009 г. През 2009 г. МВФ излиза със становище, че през периода 2006-2009 г. се наблюдава рязко повишаване на реалния валутен курс (IMF, 2009, стр. 15), а реалният ефективен валутен курс е надценен (IMF, 2009, стр. 66), което намалява конкурентоспособността на икономиката (IMF, 2009, стр. 66). По-късно доказателства за реална надцененост на лева привежда и Агенцията за икономически анализи и прогнози към Министерството на финансите, посочвайки, че така България губи ценовата си конкурентоспособност (Agency for Economic Analysis and Forecasting, 2010, стр. 13). Независимо от това дали номиналният фиксиран курс е надценен или подценен, устойчивото повишаване на реалния ефективен валутен курс на лева след 2009 г. в сравнение с понижаването на тези на основните търговски партньори (останалите страни-членки на ЕС³ показва, че фиксираността на лева пречи за абсорбиране на поне част от външния шок чрез валутно-курсови промени.

Теоретично погледнато, паричният съвет трябва да доведе до намаляване на инфлацията. Този възглед на монетаристкия подход се състои в схващането, че, при постоянно парично търсене, премахването възможността на държавата да влияе върху предлагането (чрез „печатане“ на пари) означава равновесие между търсене и предлагане и липса на инфлация. Този механизъм не работи в България, поради редица причи-

ни: 1) Пълна капиталова мобилност – възможност за задоволяване на повишеното парично търсене (дори и да приемем, че е временно) с цената на външен дълг; 2) Разнообразие от парични режими и политики в отделните страни, с които взаимодействия икономиката с фиксиран курс - активната парична и икономическа политика на държавата-котва, както и на останалите силни държави, с които са установени взаимоотношения, влияе силно върху състоянието на държавата с фиксиран курс.

Дори и да не се достига основната цел на паричния съвет, безспорно първоначалните ефекти от въвеждането на валутен борд в страната са положителни. След 1997 г. икономиката постепенно се стабилизира, инфлацията пада, забелязва се инвестиционен подем. Наред с това системата на паричен съвет в България е фактор за съществена промяна на държавната бюджетна политика, което пък, от своя страна, допринася за намаляване на външния държавен дълг на страната в годините след 1997 г. Финансовото дисциплиниране на правителството е съществен принос на валутния борд, чиято стабилност се превръща в основен приоритет. Същевременно започналата стабилизация и икономическият растеж след въвеждането на борда създават илюзия, че този режим е „универсално лекарство за болни икономики“, което е причина за отлагане на редица тежки реформи за подобряване на бизнес средата в България и задълбочаване на структурните проблеми на българската икономика. Дисбалансите по текущата сметка на платежния баланс са „маскирани“ от нарастващ приток на преки чуждестранни инвестиции към страната в периода 2004 – 2008 г. Импулсите за провеждане на структурни реформи и реформи за подобряване на конкурентоспособността на българската икономика почти изчезват.

Тази липса на активна политика, в съчетание с финансовата сигурност за външните инвеститори на българския пазар благодарение на валутния борд, водят до засилване на дисбалансите. Важен аспект от този процес е кредитният бум през периода на 2005

флацията. Такъв процес се наблюдава едва след 2005 г. В периода 1998-2005 г. инфлацията в страната следва тенденция на намаляване. Наред с това, през 1997 г. нивото на цените в България е далеч по-високо от определения фиксиран курс, което говори за надценяване на лева към момента на фиксиране. Това допринася за намаляване на конкурентността на българския износ в момента на фиксиране, което допринася за устойчивите нарастващи дефицити по търговското салдо.

³ Данни за реалния ефективен валутен курс (дефлатори: цена на труда и индекс на потребителските цени) на Евростат, 2005=100.

– 2009 г. Режимът на паричен съвет има два съществени ефекта за свръхкредитирането: 1) чуждестранните капитали водят до повишаване на паричното предлагане и инфлацията, което натиска реалните лихвени проценти надолу; 2) предприетите ограничителни мерки трябва да имат голям обхват, за да компенсират липсата на традиционна парична политика. Такава политика е приложена от държавите от ЦИЕ с плаващ валутен курс, което в последствие води до по-малки дисбаланси и сътресения на икономиките след настъпване на кризата. След като България не разполага с тези инструменти, БНБ прави опити за ограничаване на кредитирането по алтернативни начини, но без особен успех.

През 2005 г. БНБ въвежда тавани на кредитите⁴, чието надвишаване се съпътства с допълнителни задължителни минимални резерви. Целта е да се ограничат банките с най-активна кредитна политика. Въведените тавани са следните: 1) тримесечен темп на нарастване на кредитите от 6% за първото тримесечие, 12% за първите две тримесечия; 18% за трите тримесечия и 24% за цялата година. Освен това сборът от предоставените кредити и рисковопреглетените задбалансови позиции, приравнени на балансови активи, намален с размера на собствения капитал на банката, трябва да надвишава 60% от привлечените средства от лица, различни от банки и финансови институции. Банките, които не спазват посочените граници, са длъжни да отделят задължителни резерви, равняващи се на двойния размер на сумата, надвишаваща заложените тримесечен ръст. Тази мярка е с ограничен ефект – повечето предпочитат да внасят допълнителни резерви, отколкото да ограничат кредитирането до заложените стойности. В края на 2006 г. тази мярка е отменена.

БНБ променя минималните задължителни резерви с цел да намали ликвидността в банковия сектор. През 2007 г. те са повишени на 12%. Това има само временен ефект, тъй като банките започват да черпят ликвидност от своите клонове в развитите държави. Трябва да се отбележи, че тази

мярка се прилага сравнително късно, след други опити през 2005 и 2006 г. за ограничаване на кредитирането. Изследване на Ганчев, Николов и Аврамов (2010, стр. 27) относно ефекта от тази политика показва, че за всеки 1 лев повече минимални задължителни резерви, банковият сектор е привличал 2 лева от чуждестранни източници, т.е. тази политика не само има ограничен непосредствен ефект, но и допринася непряко за нарастване на външната задлъжнялост и увеличаване на външните неравновесия. Изследването обосновава неуспеха на тази мярка с характера на валутния режим в страната, който предполага пълна липса на монетарна политика. Той се базира на теоремата Мъндел-Флеминг, която гласи, че не може да съществува автономна парична политика при фиксиран валутен курс и свободно капиталово движение („невъзможната трилема“). Усилията на БНБ да ограничи кредитирането не само, че нямат успех, но стимулират кредитирането с външни ресурси. Това показва, че избраните подходи и цели са неправилни и неподходящи за условията в България.

След 2008 г., БНБ сменя посоката на извършваната политика като постепенно намалява минималните задължителни резерви, променя сроковете при класифицирането на кредитите като лоши. Целта е да се стимулира кредитирането, но тези действия също нямат успех поради редица причини, сред които можем да отличим песимистичните настроения в банковия сектор поради глобалните икономически и финансови сътресения, както и силно пониженото вътрешно потребление в резултат на процеса на вътрешна девалвация.

Вътрешната девалвация е политика избрана от всички държави с фиксиран валутен курс. Това се дължи на реакцията на реалните валутни курсове при настъпване на кризата. Докато реалните курсове на всички държави с плаващ валутен курс (Чехия, Полша, Унгария, Румъния) показват поевтиняване на техните валути, което смекчава негативните ефекти от влошените международни икономически условия, то при всички

⁴ Промените са въведени на 22.02.2005 г. и са отразени в Наредба № 21 за задължителните минимални резерви.

страни във фиксиран валутен курс се наблюдава тъкмо обратната тенденция – продължава реалното поскъпване на валутите. Това поставя страните пред неблагоприятния избор да обърнат процеса чрез валутна девалвация, което обикновено се съпътства от допълнителни сътресения и загуба на доверие на международните пазари, или да предизвикат дефлация с цел поевтиняване на валутата.

Поставени в тази трудна ситуация, държавите с фиксиран курс предприемат действия във вътрешен план чрез инструментите на фискалната политика. Възможността, която стои пред тях, е т.нар. фискална девалвация или прехвърляне на данъчната тежест от производството към потреблението, което да стимулира износа и да намали вноса. Успехът на тази мярка зависи от конкуренцията на вътрешните пазари и профила на самата икономика (сектори като туризма биха пострадали). Проблемът е, че прилагането на тази мярка в условията на свито потребление и без подкрепяща парична политика, допълнително свива търсенето, докато евентуалните положителни ефекти в производството се проявяват по-бавно, особено предвид системните дисбаланси, които характеризират външната търговия на тези икономики. Латвия, Литва Естония и България предприемат в различна степен т.нар. „вътрешна девалвация“ – процес на намаляване на заплатите в държавния и частния сектор и свиване на държавните разходи. Тези мерки водят до най-високите нива на рецесия, отчетени в ЕС за 2009 г. Липсата на реални алтернативни действия за реакция на кризата поради фиксираността на валутния курс и консервативността на валутно-курсовия режим водят до допълнително засилване на негативните ефекти от външните шокове върху макроикономическото състояние на тези икономики.

Може да се обобщи, че при фиксиран валутен курс, когато ценови промени за постигане на уравнивояване са невъзможни, платежният баланс се уравнивоява в дългосрочен план чрез промени в съвкупното производство. Преките ефекти от функ-

ционирането на системата на фиксиран курс се изразяват в по-силната отвореност на икономиката, което я прави уязвима на външни шокове, намиращи отражение по платежния баланс. Освен това присъщата процикличност на паричния съвет прави дисбалансите още по-изразени, както в периоди на бум, така и в периоди на спад. Това се дължи на един от основните индиректни ефекти от функционирането на паричен съвет – намаляване на инструментите за реакция на икономическия цикъл. Наред с това политиките на правителството, които биха могли да коригират дисбалансите в България през периода, са със силно намалена адекватност и ефективност в условията на паричен съвет.

Може да се каже, че паричният съвет сам по себе си не е причина за създаване на тези макроикономически дисбаланси, но създава благоприятна среда за тяхното зараждане, поради няколко особености в България – 1) въвеждането на паричния съвет е политическо решение с изключително големи ефекти върху дългосрочното икономическо развитие на България, но не съществува ефективен и обективен механизъм за оценка на неговото въздействие върху икономиката на страната; 2) липсват автоматични механизми за балансиране чрез връзка между платежния баланс и валутните резерви – при българският вариант на паричен съвет резервите не следват динамиката при платежния баланс (Nenovsky and Hristov, 1999); 3) липсва воля за устойчиво развитие на страната в условията на фиксиран режим чрез провеждане на подходящи икономически политики, което рефлектира върху дългосрочното икономическо благосъстояние.

След 20-годишно функциониране на системата на паричен съвет в България отдавна този режим е надживял първоначалната си цел – да спре хиперинфлационните процеси и да стабилизира икономиката. Дългото функциониране на българската икономика в условия на фиксираност на валутния курс при това в доста динамични периоди изисква да се направи обективна оценка за ползите и недостатъците от този режим днес. Тази оценка трябва да послужи за из-

работване на план за действие в бъдеще. В този дух предлагаме три сценария за бъдещето на паричния съвет на България.

Реалистичен сценарий за системата на паричен съвет в България

Смятаме, че най-реалистичното развитие на системата на паричен съвет в България е директно присъединяване на страната към Еврозоната. Причините този сценарий да се определи като реалистичен са декларираната политическа воля в тази посока, както и ангажиментите на България като членка на ЕС за присъединяване към паричния съюз.

Предвид факта, че България е на последно място по ниво на доходите на глава от населението и е с най-ниския жизнен стандарт в ЕС, то можем да заключим, че макар и членството в Еврозоната да е реалистична перспектива, то това няма да донесе съществени позитиви за българската икономика.

Липсата на реална конвергенция със западноевропейските страни означава, че България ще се присъедини към общност на еднакви правила и силна ограниченост на национално обусловената макроикономическа политика, където целенасочени мерки за догонващ растеж са на практика невъзможни.

Настоящите структура и механизъм на функциониране на Еврозоната на практика оставят страните-членки без каквито и да било инструменти за стабилизиране на националните икономики. Същевременно оперирането при едни и същи условия на държави в различна степен на развитие създава предпоставки за натрупване на дисбаланси между тях. развитието на кризата в Еврозоната в последните 7 години ясно показва този процес, в чиято основа стоят структурните различия между Еврочленките (детайлен анализ на причините за еврокризата е направен в Independent Annual Growth Survey, 2013). Накратко присъединяването към клуба на богатите не може да напра-

ви България като тях, още по-малко, ако тя е принудена да спазва същите правила.

Институционалните и структурни слабости на Еврозоната дават основания да се говори за нова версия на невъзможната трилема, пред която са изправени държавите-членки. Pisani-Ferry (2012) посочва, че един от основните проблеми на Еврозоната се състои във факта, че са налице три несъвместими условия: стриктна забрана за парично финансиране; липса на колективна отговорност за публичния дълг и национална отговорност за банковия сектор. Buti (2014) разработва малко по различна концепция: избор между финансова стабилност, национална регулация и надзор; интегрирани финансови пазари. Двамата варианта на невъзможната трилема ясно демонстрират основните проблеми на Еврозоната като цяло и на отделните държави в нея. Липсата на баланс между национални и наднационални политики и инструменти за справяне, както с национални макроикономически проблеми и сътресения, така и с шокове на регионално ниво, поставят държавите-членки в състояние на безпомощност в периоди на криза. Същевременно различните нива на развитие водят до допълнително задълбочаване на кризата поради натрупаните дисбаланси в общността.

На база на горепосоченото, можем да твърдим, че ако интеграционния модел на ЕС не се промени, то влизането на България в Еврозоната би било просто смяна на ситуацията на невъзможна трилема със сходна. А промяната на интеграционния модел преминава през задължително отчитане на реалната конвергенция между държавите.

Песимистичен сценарий за системата на паричен съвет

Песимистичният сценарий, който може да се развие в страната, по отношение на валутно-курсския режим е отлагане на присъединяването на България към Еврозоната (поради вътрешни и външни причини) и запазване на системата на паричен съвет за неограничен период от време.

От една страна, необходимостта за поддържане на валутния курс спрямо еврото съществено ще ограничи възможните политики във фискалната сфера. Наред с това поддържането на един и същ номинален валутен курс за толкова дълъг период от време поставя с още по-голяма тежест въпроса за неговата равновесност и отклоненията му от реалния валутен курс. Нарастването на пропастта между номиналния и реалния валутен курс ще окаже относително слабо влияние върху конкурентоспособността на България на външните пазари, но ще определи по-добри конкурентни позиции на вносните блага на местните пазари. Въпреки, че конкурентността на местното производство спрямо вноса се определя по-скоро от качествените му характеристики, но не и от ценовите предимства, нарастващата асиметрия между официалния и реалния курс би намалила съществено възможностите за изграждане на национални производства, заместващи вноса.

От друга страна, поддържането на фиксиран валутен курс за дълъг период от време и лишаването от инструментите на паричната и валутно-курсовата политики засилва негативните ефекти от съществуването на „невъзможната трилема“ в България. Това би означавало повишаване на уязвимостта на икономиката от спекулативни атаки и нарастваща процикличност на макроикономическите процеси.

Прекомерно дългото функциониране на паричен съвет без каквито и да е било стъпки за ревизия на равновесния курс, в крайна сметка води до повишаване на вероятността за развитие на сценарий, подобен на този в Аржентина, когато държавата е принудена да девалвира валутата си поради натрупване на неустойчиви външни дисбаланси.

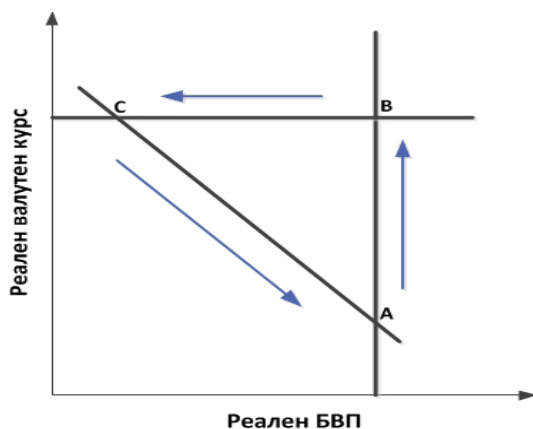
Депресията в Аржентина продължава от 1999 г. до 2002 г. и води до общ икономически спад от 20%⁵. Като основни причини за кризата Feldstein (2002, стр. 7-14) посочва надценения курс на песото спрямо долара, както и нарастващите нива на дълг в чуждестранна валута. Накратко събитията се развиват по следния начин: през 1991 г.

Аржентина фиксира песото си към щатския долар при курс 1:1. Този курс се определя като надценен, което срива международната конкурентоспособност на аржентинското производство. През целия период на фиксираност на курса Аржентина регистрира нарастващи дефицити по текущата сметка (припомняме, че при България това е факт от 1998 г. до 2011 г.). Недостигът на чуждестранна валута поради регистрираните външни дисбаланси води до постепенно нарастване на дълга, достигайки 147.7 % от БВП през 2002 г.⁶ Валутно-курсовите неравновесия се засилват поради поскъпването на щатския долар спрямо японската йена през 1995 г.; спрямо валутите на Югоизточна Азия след кризите от 1997-1998 г. и спрямо европейските валути през 1999 и 2000 г. Спадът в конкурентоспособността на Аржентина се задълбочава и в резултат на обезценяването на бразилския реал през 1999 г.

Използваният латиноамерикански опит при обяснението и анализа на песимистичните хипотези за развитието на българската икономика може да бъде допълнен с модела на Дорнбуш за „латинския триъгълник“, описан от Dolan (2012). Моделът на Дорнбуш е графично представен на фигура 1. Правата АВ е разположена на нивото на реалния БВП при пълна заетост. Ординатата представя реалния валутен курс като надценяване води до движение нагоре. При реално надценяване на местната валута в резултат на инфлация заплатите се повишават с темповете на инфлацията. Същевременно поскъпването на валутата води до намаляване на относителните цени на вноса. Всяка точка над линията АС изисква неустойчив ръст на външното финансиране. Отрицателният наклон отразява обстоятелството, че дефицитът по текущата сметка може да се дължи, както на повишаване на реалния валутен курс, така и на растеж на реалния БВП. При наличие на дефицит по текущата сметка, икономиката се придвижва от т. А към т. В. и това води до нарастване на външната задлъжнялост (независимо дали е публична или частна).

⁵ По данни на Световната банка.

⁶ По данни на Министерство на икономиката на Аржентина.



Фигура 1. Латински триъгълник

Източник: Dolan (2012).

При достигане на т. В се смята, че икономиката не може повече да заема капитали отвън, за да финансира дисбалансите. Изходът при такава ситуация е в две посоки – девалвация на валутата или вътрешна девалвация. Пред такъв избор е изправена България в началото на кризата, когато капиталовите потоци към страната спират и уравновесяването на натрупаните външни дисбаланси (частния дълг през 2009 г. възлиза на 148.9 % от БВП, по данни на Евростат) се извършва чрез мерки на икономии. От този момент въпросът за стабилността на системата на паричен съвет зависи от способността на населението да преживее дългия и мъчителен процес на вътрешна девалвация (в Аржентина именно невъзможността за редуциране на нивата на заплатите води до рухването на системата). Трябва да се има предвид, че колкото по-големи са разминаванията между реалния и номиналния курс и колкото по-дълго са натрупвани външните дисбаланси, толкова по-трудно е тяхното неутрализиране.

В случая на България няма лесен избор – вътрешната девалвация води до продължителна рецесия, а валутно-курсовата девалвация би означавало рухване на системата на паричен съвет с цената на криза (подобно на Аржентина). На база на това може да се заключи, че консервативните системи на фиксиран валутен курс изискват предварителен план за стабилно излизане от тях (Dolan (2012) дава за пример Из-

раел и Полша). При България като такъв се очертава присъединяването на страната към Еврозоната. Въпреки това, предвид липсата на готовност на страната да се присъедини към този клуб, както и предвид проблемите, които паричният съюз има, отказ или невъзможност на държавата да се присъедини към съюза би наложило в даден момент този труден избор.

Оптимистичен сценарий за системата за паричен съвет

Смятаме, че най-подходящата и перспективна стъпка за осъществяване на устойчив догонващ растеж в България е постепенното преминаване от система на паричен съвет към по-гъвкав валутно-курсов режим. Осъществяването на тази реформа ще осигури повече възможности пред България за провеждане на стабилизационна политика, което ще предпостави по-благоприятна среда за структурни реформи и целенасочени секторни политики за повишаване на конкурентоспособността на българския бизнес.

Във връзка с това въпросът, който стои на дневен ред, е за начина, по който тази реформа може да се осъществи максимално безболезнено и при избягване на рисковете от валутно-курсова криза. За да отговорим на този въпрос, трябва да проследим процеса на преход от фиксираност към гъвкавост на валутния курс в икономиките, които са се справили с този проблем.

Известно е, че в началото на прехода от централно-планирана към пазарна икономика някои от държавите от централна и източна Европа фиксират валутата си с оглед избягване на хиперинфлационни кризи и успешно стартиране на прехода. Такива държави са Полша и Чехия. В следствие и двете държави предприемат стратегия за възвръщане гъвкавостта на валутния курс с цел осигуряване на по-благоприятна среда за стабилизационните и макроикономически политики в преходния период. Oetker-Robe and Vavra (2007) правят анализ на стъпките, които държавите следват, за постигане на по-голяма гъвкавост. За целта разграничават две противоположни страте-

гии – плавна и ударна. За целите на нашето изследване ще се съсредоточим върху плавната, прагматична стратегия за премахване на системата на паричен съвет без това да води до сътресения и криза. На база на историческия опит ще оценим възможностите на България да осъществи тази стратегия в средносрочен план.

Първа и съществена характеристика на тази стратегия е продължителността на прехода към гъвкавост на валутния курс. В Полша този период продължава 10 години. Обобщените исторически данни за осъществените реформи в рамките на този период могат да се систематизират в няколко направления:

- Създаване на развит и ликвиден валутно-курс пазар: развитие на спот и форуърд пазари; създаване на благоприятна среда за използването на инструменти за хеджиране на риска; усъвършенстване на законодателството; улесняване на информационните потоци.

- Формулиране на политики за наемса на пазарите, които съответстват на новия валутно курсов режим: добре специфицираните принципи за интервениране на пазарите повишават доверието в новия режим и гарантират постигането на целите, които си поставя той.

- Установяване на номинална котва в контекста на новата рамка на паричната политика и развитие на подкрепящи пазари – в повечето случаи се избира инфлационно таргетиране.

- Създаване на капацитет за управление на валутно-курсните рискове при частните финансови организации и при регулативните органи, както и ефективни механизми за мониторинг на финансовите пазари – ефективният мониторинг и надзор ограничават ефекта на заразата при финансови кризи.

- Синхронизиране на този преход с либерализацията на движенията по капиталовата сметка: свободното движение на капитали води до засилване на рисковете от спекулации на финансовите пазари преди валутния курс да стане плаващ. Същевре-

менно, свободното движение на капитали допринася за развитие на валутно-курсните пазари и увеличаване на инструментите за управление на риска - фактори за успешния преход посочени по-горе.

Чисто техническото осъществяване на реформата се основава на първоначално провеждане на тесен хоризонтален коридор на фиксирания курс и постепенното преминаване към пълзящ курс в хоризонтален коридор при увеличаване на границите на колебание на курса. Например в Полша този процес продължава до 1999 г. до напълно постигане на плаващ курс.

От гледна точка на институционалните условия и тези свързани с развитостта на финансовите пазари, можем да твърдим, че България изпълнява предварителните изисквания за успешно осъществяване на този проект. Въпреки това успехът на тази реформа се базира преди всичко на консенсус между правителството и централната банка за нейното провеждане, а относително дългото осъществяване на прехода изисква приемственост, която може да се осигури, само ако е налице обществено съгласие за нейната необходимост. Именно слабото доверие в българските институции може да се определи като сериозен проблем за провеждането на реформата.

Въпреки това, ползите от успешното ѝ извършване в България се изразяват в намаляване на уязвимостта от проциклично-то движение на капитали. От това следва по-слаба волатилност на растежа в краткосрочен план и повече възможности за макроикономическа стабилизация, което е ключова предпоставка за осъществяване на стратегия за догонващ растеж.

Заключение

Оценката на ефекта на фиксирания валутно-курс режим, който действа в България от 20 години, върху макроикономическото състояние на икономиката поставя в нова светлина равносметката за ролята на паричния съвет в процеса на преход и икономическа конвергенция. Действително провеждането на паричен съвет през 1997 г. е

нужна мярка в контекста на кризисните хиперинфлационни процеси. Въпреки това прекалено дългото поддържане на фиксираност на валутния курс води до устойчиво отклонение на реалния курс спрямо номиналния, което е фактор за натрупване на дисбаланси. Външнотърговските дефицити и кредитния бум в предкризисните години в България, както и мерките за вътрешна девалвация в кризисния период, са проявление на силната процикличност на системата на паричен съвет. Консервативността на системата е друг проблем, който се проявява в дългосрочен план, тъй като крие рискове от бърза дестабилизация на системата, уязвимост от спекулативни атаки и външни шокове поради ограничеността на наличните инструменти за реакция. Именно реализацията на тези рискове би задействала развитието на негативния сценарий за бъдещето на паричния съвет – повторение на Аржентинската криза от 2001 г.

Във връзка с горепосоченото, смятаме, че най-подходящата алтернатива за бъдещето на системата на паричен съвет е постепенно преминаване към гъвкав валутно-курсен режим. За целта трябва да са налице редица предпоставки като наличие обществен и политически консенсус, приемственост в предприетите мерки и, най-вече, доверие в институциите, натоварени с реформата. Тези фактори категорично не са налични, поради което този сценарий може да се определи като оптимистичен, но нереалистичен.

Реалистичният сценарий за развитието на системата на паричен съвет е влизане на България в Еврозоната, с което действието на системата естествено да спре да съществува. Този сценарий е вероятен поради конкретните действия и неколкостранното заявяване на готовност за следване на именно този сценарий. Въпреки това, трябва да се отчетат ползите и недостатъците от членството на България в Еврозоната и да се оценят рисковете пред средносрочното развитие на икономиката.

Литература

Ганчев, Г., Николов, Ч., Аврамов, Й. 2010. Присъединяването на България към Еврозоната: Икономически и Социални Измерения. - Институт за икономика и международни отношения, фондация „Фридрих Еберт“, София.

Минасян, Г. 2006. Стратегически елементи на макроикономическата политика в България. - *Economic Thought (Икономическа мисъл)*, 04/2006, стр. 3-34.

Минасян, Г. 2012. Пречупване на външноплатежния модел. *Economic Thought (Икономическа мисъл)*, 01/2012, стр. 3-26.

Agency for Economic Analysis and Forecasting, 2010. Bulgaria Competitiveness Review. No.1/ 2010.

Ahmed, Shaghil. 2009. Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?. *International Finance Discussion Papers*, No.987, Washington: Federal Reserve.

Bailliu, J., Lafrance, R., Perrault, J. 2002. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth?. - *Bank of Canada Working Paper* 2002-17 (June).

Buti, M. 2008. A Consistent Trinity for the Eurozone. Vox, CEPR Policy Portal, Available at: <http://www.voxeu.org/article/consistent-trinity-eurozone>, accessed 15 June 2018.

Calvo, G. 1999. Fixed versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch. - Mimeo, University of Maryland.

Cline, W. 2010. Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit. - Policy Brief No. PB10-20, Policy Institute for International Economics, Washington.

Collins, S.M., 1996. On becoming more flexible: Exchange rate regimes in Latin America and Caribbean. - *Journal of Development Economics* 51, pp. 117-138.

Dolan, Ed. 2012. How the Latin Triangle Swallowed the Euro. *Economonitor*, Available at: <http://www.economonitor.com/dolanecon/2012/05/11/how-the-latin-triangle-swallowed-the-euro/#sthash.7zZzxBBF.dpuf>, accessed 15 June 2018.

Domaç, I., Peters, K., Yuzefovich, Y. 2001. Does the Exchange Rate Regime affect Macro-

economic Performance? Evidence from Transition Economies. - *World Bank Policy Research Working Paper* No.2642.

Edwards, S., 1996. The determinants of choice between fixed and flexible exchange rate regimes. - *Working paper*, No. 5756. NBER, Cambridge.

Feldstein, M. 2002. Argentina's fall: Lessons from the latest financial crisis. - *Foreign affairs* 81(2), pp. 7-14.

French Economic Observatory. 2013. Independent Annual Growth Survey, Sciences Po.

Glüzmann, P., Levy-Yeyati, Ed., Sturzenegger, F. 2012. Exchange rate undervaluation and economic growth: Díaz Alejandro (1965) revisited. - *Economics Letters* Volume 117, Issue 3, pp. 666–672.

International Monetary Fund, 2009. 2009 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Bulgaria. IMF Country Report No. 09/96.

Jo, H., Chiongbian, B., Fremd, E., Kholiya, K., Sethu. R. 2010. Is Chinese Yuan Undervalued? A Multi-Currency Basket Approach. *Working Paper*. Santa Clara University.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. 2001. Exchange Rate Regimes and Economic Performance. - *IMF Staff Papers* Vol. 47, Special Issue, International Monetary Fund.

Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. 2002. To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. - *American Economic Review*, 93(4), pp. 1173-1193.

McKinnon, R., Schnabl, G. 2003. Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate. - *The World Economy*. vol. 26(8), pages 1067-1088.

Moreno, R. 2000. Pegging and Macroeconomic Performance in East Asia. - *ASEAN Economic Bulletin*. 18(1), p.48-63.

Nenovsky, N., Hristov, K. 2001. The Non-orthodox Currency Boards: The Case Of Bulgaria. BNB.

Nenovsky, N., Rizopoulos, Y. 2004. Measuring the Institutional Change of the Monetary Regime in a Political Economy Perspective (Groups of interest and monetary variables

during the Currency Board introduction in Bulgaria). - William Davidson Institute Working Paper No. 732.

Nilsson, K., Nilsson, L. 2000. Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries. - *The World Economy*. Volume 23, Issue 3, pp. 331–349.

Oetker, I., Vavra. D. 2007. Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences. IMF Occasional Papers No. 256, International Monetary Fund.

Petreski, M. 2009. Analysis of Exchange-Rate Regime Effect on Growth: Theoretical Channels and Empirical Evidence with Panel Data. - *Economics Discussion Papers*, No 2009-49, Kiel Institute for the World Economy.

Pisani-Ferry, J. 2012. The Euro crisis and the new impossible trinity. *Bruegel Policy Contribution* 2012/01.

Rodrik, D. 2008. The Real Exchange Rate and Economic Growth. - *Brookings Papers on Economic Activity*, volume 39, pp. 365-439.

ISSN: 2534-9651

www.nbu.bg
www.bookshop.nbu.bg