

Година XII, Брой 2/2016 г.

ИКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

*Economics and
Management*



Югозападен университет "Неофит Рилски"
Стопански факултет
Благоевград

“ИКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ” е научно списание на Стопанския факултет при ЮЗУ “Неофит Рилски”. В него се публикуват статии по актуални проблеми на икономиката и управлението на глобално, регионално и местно равнище.

Главен редактор

проф. д-р Рая Мадгерова

Зам. гл. редактор

доц. д-р Преслав Димитров

Редакционна колегия

проф. д-р Мария Кичева

проф. д-р Георги Л. Георгиев

доц. д-р Георги П. Георгиев

проф. д-р Димитър Димитров

проф. д-р Зоран Иванович

(Университет в Риека, Р. Хърватска)

доц. д-р Людмила Новачка

(Икономически университет –

Братислава, Словакия)

проф. д-р Манол Рибов

проф. д-р Надежда Николова

проф. д-р Бьорн Паапе

(РВТУ-Аахен-Германия)

проф. д-р Пол Леонард Галина

(Бизнес факултет „Улиямс“ на Университет

Бишъпс Шербруук, Квебек, Канада)

проф. Пауло Агуаш

(Факултет по Мениджмънт, гостоприемство

и туризъм на Университета на Алгарв, Португалия)

проф. Хосе Антонио Консейшо Сантош

(Факултет по Мениджмънт, гостоприемство

и туризъм на Университета на Алгарв, Португалия)

доц. д-р Стефан Бойнец

(Университет в Приморска

Факултет по мениджмънт – Копер, Словения)

доц. д-р Ченгиз Демир

(Факултет по икономика и административни

науки, Университет ЕГЕ, Измир, Турция)

доц. д.н. Елена Садченко, Университет по Икономика и

хуманитаристика, Биелско-Бяла, Полша

доц. д-р Алтин Идризи, Университет „Александър Джувани“,

Елбасан, Албания

д.н. Иевген Клобустов, Университет по Икономика и

хуманитаристика, Биелско-Бяла, Полша

проф. д.н. Любов Жарова, Университет по Икономика и

хуманитаристика, Биелско-Бяла, Полша

д-р Мартун Чирфуш, Унгарска Академия на Науките, Будапеща,

Унгария

Отговорен редактор

доц. д-р Десислава Стоилова

Отговорни редактори

д-р Владислав Кръстев

д-р Николай Патонов

Дизайн

Лъчезар Гогов

Chief Editor

Prof. Dr. Raya Madgerova

Deputy Chief Editor

Assoc. Prof. Dr. Preslav Dimitrov

Editorial Board

Prof. Dr. Maria Kicheva

Prof. Dr. Georgy L. Georgiev

Assoc. Prof. Dr. Georgy P. Georgiev

Prof. Dr. Dimitar Dimitrov

Prof. Dr. Zoran Ivanovic

(University of Rieka, Croatia)

Assoc. Prof. Dr. Ludmila Novacka

(University of Economics -

Bratislava, Slovakia)

Prof. Dr. Manol Ribov

Prof. Dr. Nadejda Nikolova

Prof. Dr. Bjorn Paape

(RWTH Aachen, Germany)

Prof. Dr. Paul Leonard Gallina

(Williams School of Business, Bishop's

University Sherbrooke, Québec, Canada)

Prof. Paulo Águas

(The School of Management, Hospitality

and Tourism of The University of Algarve, Portugal)

Prof. José António Conceição Santos

(The School of Management, Hospitality and

Tourism of The University of Algarve, Portugal)

Assoc. Prof. Dr. Stefan Bojnec

(University of Primorska

Faculty of Management Koper – Slovenia)

Associate Prof. Dr. Cengiz Demir

(Faculty of Economics and Administrative

Sciences EGE University, Izmir, Turkey)

Assoc. Prof. Dr. of Sc. Elena Sadchenko, Wyzsza Szkoła

Ekonomiczno-Humanistyczna, Bielsko-Biala, Poland

Assoc. Prof. Dr. Altin Idrizi, University "Alexander Xhuvani",

Elbasan, Albania

Dr. of Sc. Ievgen Khlobystov, Wyzsza Szkoła Ekonomiczno-

Humanistyczna, Bielsko-Biala, Poland

Prof. Dr. of Sc. Liubov Zharova, Wyzsza Szkoła Ekonomiczno-

Humanistyczna, Bielsko-Biala, Poland

Dr. Márton Czifrusz, Hungarian Academy of Science, Budapest,

Hungary

Production Editor

Associate Prof. Dr. Desislava Stoilova

Responsible Editors

Dr. Vladislav Krustev

Dr. Nikolay Patonov

Design

Lachezar Gogov

Основатели:

проф. д-р Рая Мадгерова, проф. д-р Надежда Николова и проф. д-р Чавдар Николов

◆◆ 2005 г. ◆◆

Списание то се разпространява чрез международния книгообмен на Народна библиотека “Св. св. Кирил и Методий” в следните библиотеки и институции: Slavonic and East European Section – Oxford, England; Library of Congress – Washington, USA; United Nations – New York, USA; Square de Meeus – Brussels, Belgium; Российская государственная библиотека – Международный книгообмен – Москва, Россия; Институт научной информации по общественным наукам Академии наук РФ – Москва, Россия.

Адрес на редакцията:

Списание “Икономика и управление”
Стопански факултет при ЮЗУ “Н. Рилски”
2700 Благоевград, ул. “Крали Марко” 2
e-mail: em@swu.bg
тел.: 073/ 885952

Editor's office address:

Magazine “Economics and Management”
Faculty of Economics – SWU “Neofit Rilski”
2 “Krali Marko” Str., 2700 Blagoevgrad
e-mail: em@swu.bg
Tel: (+35973) 885952



НАУЧНО СПИСАНИЕ НА СТОПАНСКИЯ ФАКУЛТЕТ
ПРИ ЮЗУ “НЕОФИТ РИЛСКИ” – БЛАГОЕВГРАД ГОД. XII, №2, 2016

JOURNAL FOR ECONOMICS AND MANAGEMENT SCIENCE OF
FACULTY OF ECONOMICS–SOUTH-WESTERN UNIVERSITY –
BLAGOEVGRAD VOL. XII, №2, 2016

СЪДЪРЖАНИЕ		CONTENTS
КЪМ ЧИТАТЕЛИТЕ	102	TO OUR READERS
ДИМИТЪР СТЕФАНОВ РАДИЛОВ ГЕОРГИ МАЛИНОВ ЧЕРВЕНСКИ ВЛИЯНИЕ НА БИЗНЕС КЛИМАТА ВЪРХУ ИКОНОМИЧЕСКИТЕ ЦИКЛИ НА ИНДИВИДУАЛНОТО КРАЙНО ПОТРЕБЛЕНИЕ НА ДОМАКИНСТВАТА В РАМКИТЕ НА ЕС	103	DIMITAR STEFANOV RADILOV GEORGI MALINOV CHERVENSKI HOW BUSINESS CLIMATE AFFECTS THE ECONOMIC CYCLES OF FINAL CONSUMPTION EXPENDITURE OF HOUSEHOLDS IN EU
АЛЕКСАНДРА СТАНКОВСКА САВИЦА ДИМИТРИЕСКА ХЕДЖ ФОНДОВЕТЕ – АЛТЕРНАТИВНА ИНВЕСТИЦИЯ	111	ALEKSANDRA STANKOVSKA SAVICA DIMITRIESKA HEDGE FUNDS – ALTERNATIVE INVESTMENT
АЛТИН ИДРИЗИ АРДИАН ДУРМИШИ НИКОЛАЙ ПАТОНОВ ВЛИЯЕ ЛИ НАИСТИНА КУРСЪТ НА ДОЛАРА ВЪРХУ ЦЕНАТА НА ПЕТРОЛА?	124	ALTIN IDRIZI ARDIAN DURMISHI NIKOLAY PATONOV DOES THE USD EXCHANGE RATE REALLY AFFECT OIL PRICES?

ЛИЛЯНА МАРИНОВА ПРЕГЛЕД НА ИЗСЛЕДВАНИЯТА ПОСВЕТЕНИ НА ВЛИЯНИЕТО НА РИСКОВЕТЕ И ТЯХНОТО УПРАВЛЕНИЕ ВЪРХУ СТОЙНОСТТА НА ФИРМАТА	LILYANA MARINOVA 128 REVIEW OF STUDIES ON THE IMPACT OF RISKS AND RISK MANAGEMENT ON FIRM VALUE
ВИКТОР МИХАЙЛОВ ДИНЕВ КАНДИДАТСТВАНЕ НА БЪЛГАРИЯ В ЕВРОЗОНАТА В КОНТЕКСТА НА ДЪЛГОВАТА КРИЗА	VIKTOR MIHAYLOV DINEV 142 THE APPLICATION OF BULGARIA FOR THE EURO AREA IN THE CONTEXT OF THE DEBT CRISIS
ВАСКО СТАМЕВСКИ ЕЛИЗАБЕТА СТАМЕВСКА ТРАНСФОРМИРАЩО ЛИДЕРСТВО	VASKO STAMEVSKI ELIZABETA STAMEVSKA 155 TRANSFORMATIONAL LEADERSHIP
СВЕТЛАНА ТИМОФЕЕВА УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ УПРАВЛЕНИЕТО НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА ПРЕДПРИЯТИЯТА, ПРОИЗВОДИТЕЛИ НА ЛЕКАРСТВЕНИ ПРОДУКТИ В БЪЛГАРИЯ	SVETLANA TIMOFEEVA 165 IMPROVE THE MANAGEMENT OF COMPETITIVENESS OF ENTERPRISES, MANUFACTURERS OF MEDICINAL PRODUCTS IN BULGARIA
ВЛАДИМИР КАРАДЖОВ SWOT АНАЛИЗ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ СЕЗОННИ ТРУДОВИ МИГРАЦИИ НА СТУДЕНТИТЕ ОТ БЪЛГАРИЯ (СТУДЕНТСКИ БРИГАДИ)	VLADIMIR KARADZHOV 183 SWOT ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL SEASONAL LABOR MIGRATIONS OF BULGARIAN STUDENTS (STUDENT BRIGADES)

Всяка една от статиите, публикувани в списание „Икономика и управление“, издание на Стопанския факултет на ЮЗУ „Неофит Рилски“, след предварителна селекция от редакционната колегия, се рецензира от двама хабилитирани рецензенти, специалисти в съответното научно направление.



Each of the articles published in the “Economics & Management” Magazine, edition of the Faculty of Economics at the SWU “Neofit Rilski”, after preliminary selection by the Editorial board, is a subject of preliminary review by two tenured reviewers, specialists in the respective scientific domain.

Всички права върху публикуваните материали са запазени.

Възгледите на авторите изразяват личното им мнение и не ангажират редакцията на списанието.

Уважаеми читатели,

На Вашето внимание е списание "Икономика и управление". Списанието е печатен орган на Стопанския факултет при Югозападния университет "Неофит Рилски" – Благоевград и издаването му е свързано с по-нататъшното развитие и обновяване на научните изследвания и учебния процес във Факултета в контекста на членството на България към Европейския съюз. Стопанският факултет вече второ десетилетие се изиявява като център за образователна, научна и научно-приложна дейност в Югозападна България.

Тази многостранна дейност на Стопанския факултет определя и целта на настоящото списание "Икономика и управление" - да популяризира научните новости и да удовлетворява потребностите на практиката. Редакционната колегия счита, че в списанието определено място трябва да намерят актуалните проблеми на:

- националната и регионалната икономика;
- управленските подходи и механизми;
- европейската интеграция и глобализацията;
- качеството и конкурентоспособността;
- икономиката на знанието;
- икономическият растеж и устойчивото развитие.

Публикациите в списанието обхващат научни сфери, съответстващи на научната и образователната проблематика и профилирането на специалности в Стопанския факултет – мениджмънт, маркетинг, финанси, счетоводство и контрол, социално-културни дейности, туризъм, социална политика, инфраструктура и други.

Списание "Икономика и управление" се явява среда за среща на мненията и оценките на учени, изследователи и специалисти от сферата на науката и на стопанския живот.

Редакционната колегия се стреми да поддържа високо равнище на научните и научно-приложните разработки и същевременно да предоставя възможност не само на утвърдени и авторитетни български и чуждестранни учени, но и на начинаещи преподаватели и докторанти да публикуват своите идеи. На страниците на списанието могат да споделят свои виждания и специалисти от стопанската практика.

Вярваме, че отговорното отношение на авторите ще съдейства списанието да отговаря на съвременните критерии и изисквания. Списание "Икономика и управление" ще разчита на мненията и препоръките на читателите.

От редакционната колегия

**ВЛИЯНИЕ НА БИЗНЕС КЛИМАТА ВЪРХУ
ИКОНОМИЧЕСКИТЕ ЦИКЛИ НА ИНДИВИДУАЛНОТО
КРАЙНО ПОТРЕБЛЕНИЕ НА ДОМАКИНСТВАТА В РАМКИТЕ
НА ЕС**

Димитър Стефанов Радилов, Георги Малинов Червенски

**HOW BUSINESS CLIMATE AFFECTS THE ECONOMIC CYCLES
OF FINAL CONSUMPTION EXPENDITURE OF HOUSEHOLDS
IN EU**

Dimitar Stefanov Radilov¹, Georgi Malinov Chervenski²

Received: 06.06.2016, Accepted: 26.08.2016

Abstract

The paper proposes a methodology for testing the degree of synchronization between the business climate and economic cycles in the final consumption expenditure of households for six countries in Central and Eastern Europe. It is measured by cross-correlation coefficients taking into account different time lags. The results show that the following indicator financial situation over the next 12 months is procycle. The indicator for unemployment expectations over the next 12 months is countercycle.

Keywords: *economic cycles, business climate, final consumption expenditure of households, cross-correlation, synchronization*

JEL Codes: *E21, E32*

1. Въведение

Икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление в рамките на ЕС се генерират под влиянието на бизнес средата и икономическата активност. Измерителите на бизнес средата представляват показатели отчитащи прогнозните мнения за очакванията на бизнеса и

¹ Dimitar Stefanov Radilov, University of Economics – Varna, Professor, Doctor of Economics, d.radilov@gmail.com

² Georgi Malinov Chervenski, University of Economics – Varna; georgich87@gmail.com

потребителите. В Европейския съюз страните се стремят да се развиват синхронно, под влиянието на общ вътрешен пазар на стоки и услуги, и мобилни производствени фактори. Устойчивото развитие на ЕС предполага синхронизация в икономическите цикли между страните.

Обект на изследването е индивидуалното крайно потребление на домакинствата в БВП. Предмет са икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата в рамките на ЕС.

Научната цел е да се направи сравнение на степента на синхронизация между измерителите на бизнес климата и икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата на България и избраните страни от ЕС.

2. Методология

В статията изследването ще се основава на следните допускания: 1) при много от икономическите променливи се наблюдава определена синхронност в тяхното изменение и 2) икономическите колебания се срещат главно в частния сектор (Zarnowitz, 1991, pp. 4-10).

За определение на икономическия цикъл ще използваме класическото на Burns и Mitchell, което е най-широко използвано в литературата (Burns and Mitchell, 1946, pp. 3 – 50).

Индивидуалното крайно потребление на сектор „Домакинства“, като част от индивидуалното потребление, включва „стойността на всички покупки на стоки и услуги, стойността на стоките, произведени в стопанствата на домакинствата и потребени от самите тях, както и условната рента на жилищата, обитавани от техните собственици“ (Радилов, 2013, с. 113). То е структуроопределящо при формирането на brutния вътрешен продукт (БВП).

Икономическите цикли на индивидуалното крайно потребление на домакинствата в Република България се сравняват с икономическите цикли в Унгария, Полша, Словакия, Чехия и Румъния по степен на синхронизация с измерителите на бизнес климата. Тези страни за периода 1949 – 1990 г. се развиват в една и съща икономическа групировка. Процесите им са сходни и обхващат всички сектори на икономиката. Те са се включили по различно време в Европейския съюз. Поради това представлява интерес как те се развиват в новите условия и какви са икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата в БВП.

Измерителите на бизнес климата предоставят ценна информация за наблюдение на икономическата система, краткосрочно прогнозиране и икономически изследвания. Те срещат широко приложение при изследването на икономическите цикли. Обхващат прогнозни мнения за очакванията на потребителите. Ще се спрем на тези от тях, които са свързани с икономическия цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата. Те са следните: а) очаквания за финансовото състояние на домакинствата през следващите 12 месеца; б) инфлационни очаквания за следващите 12 месеца; в) очаквания за безработицата през следващите 12 месеца и г) очаквания на потребителите по отношение на спестяванията през следващите 12 месеца. Обхващат основни показатели, които пряко влияят и определят бюджета на домакинствата. Очакванията им определят бъдещите тенденции в потреблението на домакинствата.

Сравняването на степента на синхронизация между измерителите на бизнес климата и икономическите цикли на индивидуалното крайно потребление на домакинствата в рамките на ЕС ще се извърши чрез кроскорелационни коефициенти изчислени при различно отместване във времето (Upton and Cook, (2011), р. 99). При изучаването на степента на синхронизация между измерителите на бизнес климата и икономическите цикли на индивидуалното крайно потребление на домакинствата ние ще приемем, че един измерител е процикличен, когато има положителна величина и статистически значим коефициент на корелация. За антициклични ще приемаме измерителите, които имат отрицателна величина и статистически значим коефициент на корелация, а нециклични ще са всички останали (Sherman, 1991, pp.3-4).

3. Емпирични резултати

Сравняването на степента на синхронизация между измерителите на бизнес климата и икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата за България и избраните страни от ЕС се извършва на основата на изчислявани кроскорелационни коефициенти с различно отместване във времето.

Показателят за финансовото състояние на домакинствата през следващите 12 месеца спрямо икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата е обвързан най-силно в Унгария, Полша и Румъния (таблица 1). В България и Чехия кроскорелационния

коэффициент показва наличието на умерена връзка със стойности съответно 0.35 и 0.44. Най-слаба е зависимостта в Словакия -0.29, като измерителя проявява антициклично поведение. За разлика в останалите страни показателя за финансовото състояние на домакинствата през следващите 12 месеца проявява ясно изразено проциклично поведение спрямо икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата.

Спрямо отместването във времето отчитаме съвпадащо движение между измерителя и икономическият цикъл в България, Чехия, Унгария и Полша. За Румъния се наблюдава изключение като показателя изостава със шест тримесечия. Най-силна възможност за прогнозиране отчитаме за Словакия. Показателя изпреварва хода на цикъла с 12 тримесечия.

Показателят за очакванията за финансово състояние на домакинствата за следващите 12 месеца показва, че е значително синхронизиран с икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата. Този факт не е учудващ, защото бюджета на домакинствата е определящ за измененията в равнището на потреблението им. Процикличното му поведение показва, че позитивните очаквания показват положително нарастване и в потреблението за България и в останалите страни от ЕС. Изключение прави единствено Словакия, където слабата степен на синхронизация влияе и върху очакванията на потребителите.

При показателя за очакванията за безработицата през следващите 12 месеца спрямо синхронизацията на икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата отчитаме умерена кроскорелационна връзка в България, Чехия, Румъния и Словакия. В Унгария и Полша тя е силна, като приема стойности съответно 0.53 и 0.73.

Поведението на този показател спрямо изменението на цикъла е антициклично. То се наблюдава за всичките избрани страни включително и за България. Очакванията за нарастване на безработицата са сигнал за бъдещи проблеми с доходите на домакинствата и рефлектират, като забавят или обръщат икономическият цикъл.

Движенията на цикъла и на измерителя съвпадат във времето. Те са напълно синхронизирани, което е още едно доказателство за ценната информация, която ни предоставя показателя за очакванията за безработицата през следващите 12 месеца.

Друг измерител от особено значение за домакинствата това е показателят за инфлационните очаквания. Повишаването на равнището на цените би довело до свиване на потреблението и до забавяне на

икономическия цикъл или неговото обръщане. Затова инфлационни очаквания обвързани с повишаване на потребителските цени биха оказали негативен ефект върху икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата.

Таблица 1. Кроскорелационни коефициенти изчислени между икономическите цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата и измерителите на бизнес климата в България и страните от ЕС

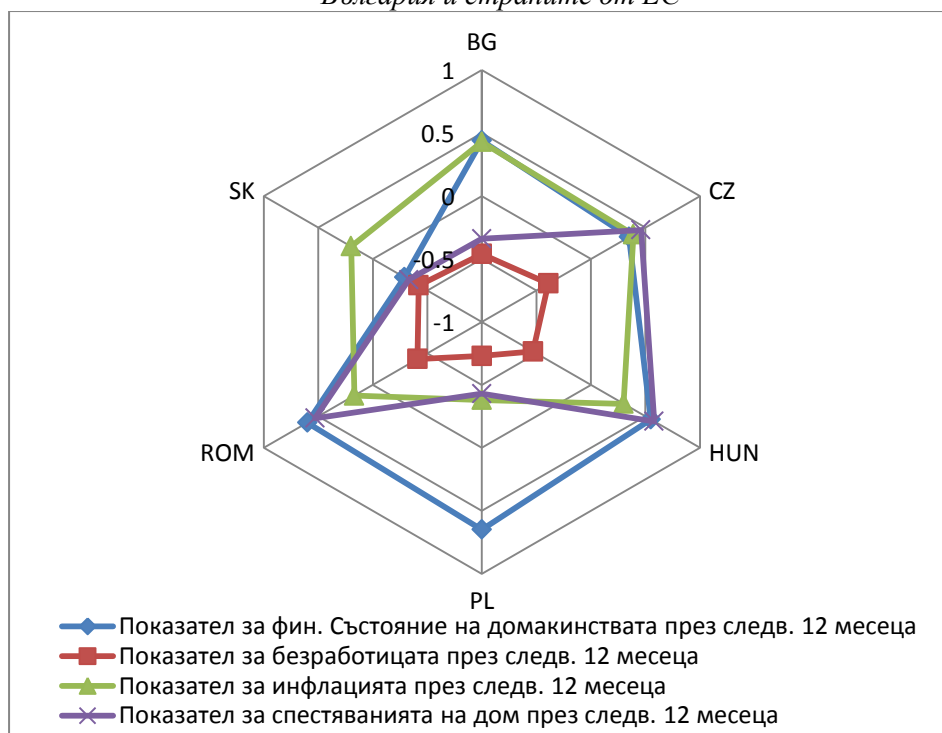
Икономически цикли в индивидуалното крайно потребление на домакинствата		Измерители на бизнес климата			
		Показател за фин. състояние на домакинствата през следв. 12 месеца	Показател за безработицата през следв. 12 месеца	Показател за инфлацията през следв. 12 месеца	Показател за спестяванията на дом през следв. 12 месеца
България	Кроскорелационен коефициент	0.44	-0.46	0.43	-0.34
	Отместване * (в трим.)	0	0	5	-3
	Значимост	Да	Да	Да	Да
Чехия	Кроскорелационен коефициент	0.35	-0.39	0.39	0.46
	Отместване (в трим.)	0	0	-11	0
	Значимост	Да	Да	Да	Да
Унгария	Кроскорелационен коефициент	0.55	-0.53	0.3	0.58
	Отместване (в трим.)	0	0	8	0
	Значимост	Да	Да	Да	Да
Полша	Кроскорелационен коефициент	0.65	-0.73	-0.38	-0.43
	Отместване (в трим.)	0	0	-4	-7
	Значимост	Да	Да	Да	Да
Румъния	Кроскорелационен коефициент	0.6	-0.41	0.17	0.53
	Отместване (в трим.)	6	0	3	6
	Значимост	Да	Да	Не	Да
Словакия	Кроскорелационен коефициент	-0.29	-0.42	0.2	-0.33
	Отместване (в трим.)	-12	0	4	-3
	Значимост	Да	Да	Не	Да

Кроскорелационните коефициенти показват от слабо до умерена връзка с изменението на цикъла. Най-слаба е тя за Румъния и Словакия, съответно 0.17 и 0.20 (фиг.1). За останалите страни варира между 0.30 и 0.38, като най-

висока стойност отчитаме за България в размер на 0.43. Въпреки по-ниската степен на синхронизация с икономическия цикъл показателя за инфлационните очаквания приема положителни стойности за всички избрани страни, включително и за България. Изключение е единствено Полша, където кроскорелационния коефициент е отрицателен.

Резултатите до известна степен противоречат на всеобщото схващане, че увеличението в потребителските цени ще доведе до свиване на потребителското търсене. Този разкрит феномен се дължи на същността на показателя за инфлационните очаквания през следващите 12 месеца. В случая потребителите действат импулсивно, като решават да увеличат разходите си за стоки и услуги поради страх от бъдещо покачване на цените. Когато това увеличение не се случи, икономическият цикъл остава във фаза на подем.

Фиг. 1. Кроскорелационни коефициенти между индивидуалното крайно потребление на домакинствата и измерителите на бизнес климата за България и страните от ЕС



Спрямо синхронизацията по време между измерителя и икономическия цикъл отчитаме големи различия между страните. За България, Унгария,

Румъния и Словакия се наблюдава изоставане на показателя за инфлационните очаквания спрямо икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление. Най-голямо е то за Унгария – 8 тримесечия. За останалите три страни варира между 3 и 5 тримесечия. При Чехия и Полша отчитаме избързване съответно с 11 и 4 тримесечия.

Показателят за очакванията за спестяванията на домакинствата през следващите 12 месеца е в умерена кроскорелационна връзка спрямо икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата в България, Чехия, Полша и Словакия. За другите страни, Унгария и Румъния кроскорелационните коефициенти показва силна зависимост.

Повишаването на спестяванията винаги се свързва с наличието на икономически проблеми. Най-често за домакинствата те са свързани със свиване на доходите, страх от оставане без работа, много големи бъдещи разходи и т.н. В случая очакванията се отразяват негативно върху икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата. Този отрицателен ефект би забавил или обърнал хода на цикъла. Причината се крие в намаляването на дялът на разполагаем доход, който отива за спестявания за сметка на потреблението.

Различен е ефектът на спестяванията върху изменението на икономическия цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата за България, Полша и Словакия. Кроскорелационните коефициенти в тези страни са отрицателни по стойност. Това показва антицикличното поведение на измерителя. При повече положителни очаквания за увеличаване на спестяванията, икономическият цикъл е във фаза на спад. В Румъния, Унгария и Чехия стойностите на кроскорелационните коефициенти са положителни. Това показва проциклично поведение.

Ефектът от спестяванията на домакинствата в България се различава от ефектите на сравняваните страни от Европейският съюз. В страните с най-висока степен на синхронизация, спестяванията се проявяват проциклично спрямо изменението на икономическия цикъл. За Румъния наблюдаваме отместване на показателя със шест тримесечия, докато за Унгария и Чехия няма отместване във времето.

4. Заключение

Получените резултати в статията можем да обобщим по следният начин: първо, степента на синхронизация между измерителите на бизнес

климата и икономическият цикъл на индивидуалното крайно потребление на домакинствата показва, че най-съществени са очакванията за финансовото състояние на домакинствата и безработицата през следващите 12 месеца. Кроскорелационните коефициенти варират в границата от 0.29 за Словакия до 0.65 за Полша. Измерителя се проявява като процикличен за всички сравнявани страни. Второ, очакванията за безработицата през следващите 12 месеца се проявяват като антициклични спрямо хода на икономическите цикли за сравняваните страни от ЕС. Степента на синхронизация е силна за Унгария и Полша и варира между 0.53 и 0.73, докато за останалите страни е умерена. Ефектите от безработицата се проявяват като антициклични за всички сравнявани страни от ЕС. Трето, инфлационните очаквания по степен на синхронизация с икономическите цикли са слабо корелирани и се проявяват като антициклични измерители. В Румъния и Словакия техните величини са съответно 0.17 и 0.20 те са статистически незначими. В Полша, България, Унгария и Чехия величините на кроскорелационните коефициенти варират между 0.30 и 0.38 и са статистически значими. Четвърто, очакванията за спестяванията в България, Чехия, Полша и Словакия показват умерена кроскорелационна зависимост. Проявяват се като антициклични измерители. В Унгария и Румъния отчитаме силна степен на синхронизация. От това следва, че спестяванията в тези страни са фактор за намалението на потреблението на домакинствата. Пето, показателите за бизнес климата потвърждават, че икономическата среда е определяща за формирането и промените в индивидуалното крайно потребление на домакинствата.

ЛИТЕРАТУРА

Burns, A.F and Mitchel. (1946). *Measuring Business Cycles*. *NBER Studies in Business Cycles*, No 2. New York: Columbia University Press.

Sherman, H. J. (1991). *The Business Cycle: Growth and Crisis Under Capitalism*. Princeton University Press.

Upton, Gr. and Cook, I. (2011). *Oxford Dictionary of Statistics*. Oxford University Press.

Zarnowitz, V. (1991). What is a business cycle?. *NBER, Annual Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Радилов, Д. (2013). *Икономическа статистика*. Варна: Изд. Наука и икономика.

ХЕДЖ ФОНДОВЕТЕ – АЛТЕРНАТИВНА ИНВЕСТИЦИЈА

Александра Станковска, Савица Димитриеска

HEDGE FUNDS – ALTERNATIVE INVESTMENT

Aleksandra Stankovska¹, Savica Dimitrieska²

Received: 19.08.2016, Accepted: 10.10. 2016

Abstract

This paper presents an aggregated picture of hedge funds industry activity, illustrating key trends and risks. A hedge fund is an alternative investment vehicle available only to sophisticated investors, such as institutions and individuals with significant assets. Alternative investment strategies used to be synonymous with hedge funds and the endowments and wealthy investors that bought into them. Given the unpredictability of today's financial markets, many investors are looking to reduce the impact of market volatility on their portfolios. Hedge fund strategies may help by offering additional diversification, new sources of return and the potential for reduced risk. Hedge funds are structured as limited partnerships, LLCs or offshore investment companies. Hedge funds are not subject to some of the regulations that are designed to protect investors.

Key words: *hedge fund, sophisticated investors, investment structure, alternative investment strategies.*

JEL Codes: *G11*

1. Introduction

The lucrative nature of hedge fund compensation makes entering the industry an attractive proposition for successful money managers. A hedge fund is

¹ Aleksandra Stankovska, PhD, Associate Professor in Corporate Finance European University – Republic of Macedonia, Skopje, aleksandra.stankovska@eurm.edu.mk

² Savica Dimitrieska, PhD, Associate professor in Marketing European University-Republic of Macedonia, savica.dimitrieska@eurm.edu.mk

a regulated investment fund that is typically open to a limited range of investors who pay a performance fee to the fund's investment manager. In fact, the name "hedge fund" is derived from the fact that hedge funds often seek to increase gains, and offset losses, by hedging their investments using a variety of sophisticated methods, including leverage. Generally, hedge funds are informed traders that help improve market quality and corporate governance.

The hedge fund sector was created by the private banking and family office business in the seventies, as investors no longer accepted relative return results, and demanded absolute return strategies; hedging a stock portfolio with an index was the simplest way of doing it. Hedge funds, along with private-equity and venture-capital funds, are private partnerships, typically with a general partner as the manager of the fund and investors as limited partners. Hedge funds are made available only to certain accredited investors and cannot be offered or sold to the general public. As such, they generally avoid direct regulatory oversight, bypass licensing requirements applicable to investment companies, and operate with greater flexibility than mutual funds and other investment funds. Hedge funds have a number of unique characteristics such as their managerial compensation structure, flexibility arising from restrictions on capital withdrawals, light regulatory environment, and managerial co-investment.

Hedge funds pioneered many money-management techniques, including:

- Simultaneous trading in a broad range of markets and financial products;
- Long/short strategies;
- Employing/developing traders' skills in specific markets; &
- Incentive-based fee structures along with owner/manager participation in fund performance.

Hedge funds serve many key functions: risk management, arbitrage, liquidity providers, and financial innovation. Key benefits of Hedge Funds:

- Huge variety of hedge fund investment styles (many uncorrelated with each other) provides investors with a wide choice of hedge fund strategies to meet their investment objectives;
- Many hedge fund strategies have the ability to generate positive returns in both rising and falling equity and bond markets;
- Inclusion of hedge funds in a balanced portfolio reduces overall portfolio risk and volatility and increases returns;
- Adding hedge funds to an investment portfolio provides diversification not otherwise available in traditional investing;
- Academic research proves hedge funds have higher returns and lower overall risk than traditional investment funds;

- Hedge funds provide an ideal long-term investment solution, eliminating the need to correctly time entry and exit from markets; &

- The hedge fund's principal quality is their search for uncorrelated returns. Investors need uncorrelated returns for diversification.

In an increasingly globalized world, economies are rapidly becoming highly dependent on each other's, and hedge funds owe their popularity largely to the fact that they present to the investors one of the few alternatives to economic-dependent, highly correlated investments worldwide. Hedge funds obtain returns by taking risks; understanding their risks therefore becomes the key factor to understanding them as an industry.

The hedge fund's offering documents and agreements contain important information about investing in the fund, including the investment strategies of the fund, whether the fund is based in the national economy or abroad, the risks of the investment, fees earned by the hedge fund manager, expenses charged to the hedge fund and the hedge fund manager's potential conflicts of interest.

Hedge Fund Research (HFR) estimates that the total assets under management (AUM) of the hedge fund industry increased from \$39 billion in 1990 to more than \$2.97 trillion as of the second quarter of 2015. During the same period, the total number of active hedge funds rose from 610 to over 10,000. Hedge funds also hold an increasingly large percentage of the stock market.

2. Methodology

To achieve the object of this paper, the hedge fund data has been collected. At first, historical and comparative data are involved, as well as a full range of quantitative research methods. The secondary information is mostly from websites, books, journals, etc. Also, a lot of facts and data from foreign recent hedge funds and alternative strategies literature are taken into consideration.

3. Literature review

Hedge funds have become increasingly important players in financial system. This importance has spawned a large academic literature focused on issues pertinent to hedge fund managers, investors, regulators, and policymakers. Thanks to the availability of hedge fund return data from sources such as Altvest, the Center for International Securities and Derivatives Markets (CISDM), HedgeFund.net, Hedge Fund Research (HFR), and TASS, a number of empirical studies have highlighted the unique risk/reward profiles of hedge fund investments.

Stulz (2007) summarizes the literature comparing the performance of hedge funds with mutual funds. He suggests that the hedge fund industry exists and has grown rapidly because it has outperformed the mutual fund industry and offers complex investment strategies that the mutual fund industry is not allowed to offer. Several recent empirical studies have challenged the uncorrelatedness of hedge fund returns with market indexes, arguing that the standard methods of assessing hedge funds' risks and rewards may be misleading. For example, Asness, Krail, and Liew (2001) show that in several cases where hedge funds purport to be market neutral (i.e., funds with relatively small market betas), including both contemporaneous and lagged market returns as regressors and summing the coefficients yields significantly higher market exposure. Agarwal, Arisoy, and Naik (2014) examine whether uncertainty about aggregate volatility is priced in hedge fund returns. Kosowski, Naik, and Teo (2007) apply the seven-factor model proposed by Fung and Hsieh (2004b) to examine hedge fund performance using a robust bootstrap methodology. In addition to examining the performance of individual hedge funds, academic research has also studied the performance of funds of hedge funds (FOFs), vehicles that invest in a portfolio of hedge funds. Another strand of literature focuses on the capital allocation decisions of investors by studying the relation between investor flows and fund performance. There are two related strands of literature that study how fund size and investor flows affect future fund performance. The first strand examines how fund size affects future performance while the second investigates whether investor flows predict future fund performance. Aggarwal and Jorion (2010a) examine both emerging funds and young managers by using an event time approach. Bernhardt and Nosal (2013) develop a model to explain the finding that hedge fund returns decline with manager experience. Papageorgiou, Parwada, and Tian (2014) study the impact of managers' prior work experience on fund performance. Boyson (2008b) studies the effects of a fund belonging to a particular fund family and reports several findings. Siegmann, Stefanova, and Zamojski (2013) examine first-mover advantages in the hedge fund industry. Gao and Huang (2011) examine the relation between hedge fund lobbying expenses and fund performance. Ozik and Sadka (2012) investigate whether media coverage predicts future hedge fund performance.

Hodder and Jackwerth (2007) build on the early literature by examining the impact of the typical hedge fund contract on the risk-taking behavior of a risk-averse manager. As in Panageas and Westerfield (2009), their model proves that a manager's risk-taking behaviour depends on his horizon. Kouwenberg and Ziemba (2007) apply the behavioural framework of prospect theory and find that hedge funds with incentive fee contracts do not take significantly more risk than funds

without such contracts. Clifford, Ellis, and Gerken (2014) focus on the role of boards in offshore hedge funds. Lan, Wang, and Yang (2013) examine the trade-off between leveraging an alpha-generating technology and increasing the likelihood of fund liquidation. Aragon and Strahan (2012) use the Lehman Brothers bankruptcy as an exogenous shock to hedge funds' funding liquidity. Agarwal, Aragon, and Shi (2014) focus on the funding liquidity risk of FOFs. Collectively, these studies show that the dynamics of hedge funds are quite different from those of more traditional investments.

4. Analysis and discussion

4.1. Hedge fund industry & alternative strategies

Hedge funds are often classified according to investment style. Within each style category, funds are then classified according to the underlying markets traded. Hedge funds are extremely flexible in their investment options because they use financial instruments generally beyond the reach of mutual funds, which have SEC regulations and disclosure requirements that largely prevent them from using short selling, leverage, concentrated investments, and derivatives. This flexibility, which includes use of hedging strategies to protect downside risk, gives hedge funds the ability to best manage investment risks.

The hedge fund sector not only has improved by extending the investor group to institutions, but also a wide range of hedging strategies are available to hedge funds: Investing in anticipation of a specific event - merger transaction, hostile takeover, spin-off, exiting of bankruptcy proceedings, etc.; Investing in deeply discounted securities - of companies about to enter or exit financial distress or bankruptcy, often below liquidation value, commodity trading and financing, fixed income arbitrage, mortgage arbitrage, risk arbitrage, convertible securities, etc.

Hedge funds are speculative investment vehicles designed to exploit superior information held by their managers. In order to compare performance, risk, and other characteristics, it is helpful to categorise hedge funds by their investment strategies. Strategies may be designed to be market-neutral or directional. Market neutral funds have a low correlation with the overall market return. Directional funds specifically take bets on market movements, and so their returns are often strongly correlated with the market. Selection decisions may be purely systematic (based upon computer models) or discretionary (ultimately based on a person). A

hedge fund may pursue several strategies at the same time, internally allocating its assets proportionately across different strategies.

Hedge funds typically use long-short strategies, which invest in some balance of long positions and short positions. Long/short strategies separate individual stock risk from market risk:

- Equity Market Neutral Strategy is the classic hedge fund strategy and is related to the concept of portable alpha. Generally, a market neutral strategy uses the combination of buys and short-sales to offset any correlation between the portfolio return and the overall market return. By using a market neutral hedge fund to exploit his superior information, the stock selector/fundamental analyst allows final investors to make their own choices about the market risk exposures of their aggregate portfolios.

- Equity long/short is the same as equity market neutral except without any explicit promise to maintain market neutrality. This increases the flexibility of the manager to choose net-long or net-short (positive beta or negative beta) market exposure, while still focussing primarily on stock-selection opportunities.

- Dedicated Short Bias differs from the other long/short strategies in concentrating on the short side and thereby sacrificing the market-neutrality feature.

Event-driven investing is a hedge fund investment strategy that seeks to exploit pricing inefficiencies that may occur before or after a corporate event, such as earnings call, bankruptcy, merger, acquisition, or spinoff. An event-driven strategy focuses on exploiting the tendency of the equities of companies in a time of change to drop in price. Event Driven: (Corporate transactions and special situations) subindices including Deal Arbitrage (long/short equity securities of companies involved in corporate transactions; Bankruptcy/Distressed (long undervalued securities of companies usually in financial distress). Multi-strategy includes deal funds dealing in both deal arbitrage and bankruptcy. Two main divisions within this category are distressed securities investing and risk or merger arbitrage:

- Distressed securities are bonds, shares and other financial claims on companies that are in, or about to enter or exit, bankruptcy or other financial distress. Investing in distressed securities allows the investor who has gained adequate knowledge through his research and due diligence to limit the downside of his investment by effectively buying \$1 for 50 cents. This usually results in distressed securities investing yielding consistent returns to competent practitioners of the strategy. Investment in distressed securities has boomed in the last decade. With the market increasing in size and diversity, more and more investors have

been getting on board with this type of hedge fund investment strategy. The market certainly is not a new one, with distressed securities having been around from the start, whether they be US railway bonds and shares, or other specific struggling companies over the decades.

- Merger arbitrage is a type of Event-Driven investing, which is an investing strategy that seeks to exploit pricing inefficiencies that may occur before or after a corporate event, such as a bankruptcy, merger, acquisition or spinoff. The main risk factors for a merger arbitrage strategy are: deal risk and portfolio risk. Deal risk includes all the factors that could prevent or delay the closing of the deal, while portfolio risk includes factors that arise in the assembly and management of the merger arbitrage fund or portfolio.

Table no 1 – Hedge Fund Industry - Assets under Management

Assets Under Management (USD Billions)	2nd Qtr 2016	1st Qtr 2016	4th Qtr 2015
<u>Hedge Funds *</u>	\$2948.1B	\$2861.7B	\$2720.7B
<u>Funds of Funds</u>	\$378.0B	\$399.5B	\$443.1B
Sectors			
<u>Convertible Arbitrage</u>	\$23.3B	\$22.4B	\$23.7B
<u>Distressed Securities</u>	\$113.1B	\$117.2B	\$119.6B
<u>Emerging Markets</u>	\$248.4B	\$238.4B	\$252.5B
<u>Equity Long Bias</u>	\$228.6B	\$222.2B	\$219.3B
<u>Equity Long/Short</u>	\$216.6B	\$214.4B	\$207.1B
<u>Equity Long-Only</u>	\$130.2B	\$135.6B	\$139.6B
<u>Equity Market Neutral</u>	\$81.3B	\$73.5B	\$63.4B
<u>Event Driven</u>	\$201.0B	\$222.2B	\$251.5B
<u>Fixed Income</u>	\$550.6B	\$529.0B	\$531.7B
<u>Macro</u>	\$244.0B	\$252.7B	\$221.4B
<u>Merger Arbitrage</u>	\$63.8B	\$33.4B	\$34.2B
<u>Multi-Strategy</u>	\$340.1B	\$319.7B	\$305.5B
<u>Other **</u>	\$99.1B	\$94.0B	\$70.6B
<u>Sector Specific ***</u>	\$145.9B	\$137.6B	\$146.9B
*Excludes Fund of Funds assets **Other: Include funds categorized as Regulation D, Equity ShortBias, Option Strategies, Mutual Fund Timing, Statistical Arbitrage, Closed-End Funds, Balanced, Equity Dedicated Short and any uncategorized funds. ***Sector Specific: Includes sector funds categorized as Technology, Energy, Bio-Tech, Finance, Real Estate, Metals & Mining and Miscellaneous oriented.			

Source: http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Hedge_Fund.html

Hedge funds are expert practitioners of tactical trading. Tactical trading strategies attempt to profit by forecasting the overall direction of the market or a market component. The payoffs of hedge funds specialising in this area depend on how well a hedge fund manager can forecast price movements as well as predict the exact timing of these movements. Hedge funds that specialize in global macro strategies generally use two tactical trading sub-strategies – discretionary macro, which is focused on expected shifts in government policies; and systematic macro, which uses quantitative models across multiple asset classes.

In the period from 2013 to 2015, discretionary macro was a popular tactical trading strategy, as quantitative easing (QE) became the favoured course of monetary policy for a number of major central banks. Following the success of the Federal Reserve's QE programs, tactical trading strategies that invested in Japanese and European equities at the beginning of 2013 and 2015 respectively – in anticipation of QE measures that would replicate the U.S. experience – generated windfall profits.

Relative value strategies are designed to take advantage of perceived mispricing among related financial assets, such as a single company's debt and equity securities. Relative Value: Balanced, or hedged, long and short positions with subindices such Market Neutral or Long/Short equity (long undervalued equities/short overvalued equities usually on an equal dollar bases); Convertible hedging (long convertible bonds or preferred, short underlying common); Bond hedging (yield curve arbitrage or long/short debt positions); Rotational (multiple relative value strategies, including all of the above).

Additionally, many hedge funds invest in “derivatives,” which are contracts to buy or sell another security at a specified price. Derivative transactions allow hedge funds to acquire market/economic exposures (refers to the Gross Notional Exposure) that are bigger than the capital of the fund. It should be underlined that all institutions, entering derivative transactions with hedge funds, require funds to provide collateral. This protects the counterparty against losses on the transaction if the hedge fund defaults on its commitments under the transaction. As hedge funds increasingly clear their transactions with central counterparties (CCPs), this will also help ensure appropriate collateralisation and default management.

Hedge funds use leverage to increase the size of the positions taken in financial markets. In some cases, the use of leverage allows them to become large enough to suggest they could impact the wider financial system in certain situations. Hedge funds obtain leverage either by borrowing money or securities directly from counterparties (financial leverage) or indirectly by using derivative

instruments such as options, futures or swaps (synthetic leverage). In fact, the name “hedge fund” is derived from the fact that hedge funds often seek to increase gains, and offset losses, by hedging their investments using a variety of sophisticated methods, including leverage.

Table no 2 – Hedge Fund Manager Assets under Management by Region

Region	Assets under Management (\$bn)
North America	2,314
Europa	685
Asia – Pacific	159
Rest of World	39
Total	3,197

Source: Preqin Hedge Fund Analyst

North America is the most established region in the hedge fund industry and accounts for the majority (60%) of managers. Nineteen percent of hedge fund managers are based in Europe; of these, more than half (52%) are headquartered in the UK. Asia Pacific hedge fund managers constitute 17% of all firms within the industry, with the majority of these based in the financial centres of Hong Kong, Australia and Singapore. Beyond North America, Europe and Asia-Pacific, the industry is less developed and only 4% of managers are located outside these key regions (Rest of World). Of the Rest of World based hedge fund managers, 37% are headquartered in Brazil, followed by 23% in South Africa and 8% in the United Arab Emirates. Hedge fund industry assets, as of 30 November 2015, stood at just under \$3.2tn, increasing by \$178bn from 2014.

Table no 3 – Hedge Fund Manager Assets under Management by Manager Headquarters

Manager Headquarters	Asset under Management (\$bn)
US	2,279
UK	472
Hong Kong	67
Sweden	38
France	38
Singapore	35
Jersey	34
Switzerland	34
Australia	31
Brazil	29

Source: Preqin Hedge Fund Analyst

North America saw the greatest absolute increase as the assets of managers in the region grew by \$116bn to over \$2.3tn over the course of the year. However, in percentage terms, the 5% increase in North American assets was surpassed by 12% growth in Europe, as the assets under management (AUM) of Europe-based managers increased by \$76bn to \$685bn.

The Asia-Pacific c region manages \$159bn, a 10% increase from 2014. The largest change was observed in regions beyond North America, Europe and Asia: AUM in Rest of World fell from \$67bn in 2014 to \$39bn in 2015, a decrease of 52%.

4.2. Risks in hedge funds

For a hedge fund manager, the market drops out as a source of return, leaving just two factors: strategy and skill. The market drops out largely because the hedge fund manager has the ability to take either long positions or short positions.

Hedge funds make uncorrelated returns because they take different risks. Analysing their risks is the beginning of any investment operation. The following is risks categories specific to hedge funds: Lack of transparency; Fraud; Counterparty risk; Portfolio liquidity and redemption orders; Capacity risk; Style drift; Data; Legal risk. Generally, hedge funds are exposed to investment risks in general:

- Market Risk. The risk in reducing the value of the portfolio's positions due to changes in markets.
- Credit Risk. The risk in reducing the value of the portfolio's assets due to changes in the credit quality of the counterparties.
- Liquidity Risk. The risk of losses because of travel-time delays of assets.
- Common factor risk: industry specific, geographical risk, etc.
- Operational Risk. Internal systems, people, physical events.
- Corporate event risk: earnings revisions, mergers, etc.
- Model risk.
- Legal and Regulatory Risk.

All these risks must be analysed and conclusions about the invest ability of a hedge fund must be made prior to the investment, and periodically during the life of the investment.

4.3. Hedge fund regulatory environment

Hedge funds conduct their operations within a highly complicated regulatory framework. Although the popular press often refers to hedge funds as “unregulated investment vehicles,” in fact, hedge funds are designed to take advantage of various exemptions, exclusions, and “safe harbors” that are explicitly provided within the regulatory framework.

On the securities side, there are three crucial laws: the Securities Act of 1933, the Investment Company Act of 1940, and the Investment Advisers Act of 1940. The Securities Act regulates the process by which securities are offered to the general public. Both hedge funds and mutual funds are securities, but hedge funds do not offer their interests to the general public; they are “private placements” offered only to “accredited investors.” The private placement process is defined within Regulation D of the 1933 act, so private placements are sometimes called Reg D offerings.

The Investment Company Act was designed for mutual funds, and it exempted funds with fewer than 100 investors. In 1996, it was amended so that more investors could participate, so long as each “qualified purchaser” was either an individual with at least \$5 million in assets or an institutional investor with at least \$25 million [President’s Working Group, 1999].

Depending on the amount of assets in the hedge funds advised by a manager, some hedge fund managers may not be required to register or to file public reports with the SEC. Hedge funds, however, are subject to the same prohibitions against fraud as are other market participants, and their managers owe a fiduciary duty to the funds that they manage.

Hedge funds are subject to many of the same restrictions on their investment and portfolio trading activities as most other securities investors, including the following requirements:

- Anti-fraud and anti-manipulation requirements, such as Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 10b-5, as well as insider-trading prohibitions, both in the funds’ investment and portfolio-trading activities, and in the funds’ offers and sales of units to their own investors;
- Margin rules, which limit use of leverage to purchase and carry publicly traded securities and options;
- SEC Regulation SHO, which regulates short selling;
- Williams Act amendments⁶³ to the Securities and Exchange Act of 1934 and related SEC rules, which regulate and require public reporting on the acquisition of blocks of securities and other activities in connection with takeovers and proxy contests;

- SEC, CFTC, and Treasury portfolio and other reporting requirements for large positions; and,
- FINRA “new issues” rule 2790 (which governs initial public offering allocations).

Hedge funds must also abide by the rules and regulations of markets in which they seek to buy or sell financial products.

The Commodities Futures Trading Commission (CFTC) regulates those hedge fund advisers registered as commodity pool operators (CPO) or commodity trading advisers (CTA). The CFTC has authorized the National Futures Association (NFA), a self-regulatory organization for the U.S. futures industry, to conduct day-to-day monitoring of registered CPOs and CTAs. The CFTC, like the SEC and bank regulators, “can use their existing authorities—to establish capital standards and reporting requirements, conduct risk-based examinations, and take enforcement actions—to oversee activities, including those involving hedge funds, of broker dealers, of futures commission merchants, and of banks, respectively.

5. Conclusion

Hedge funds play a critical role in the financial markets, broadening the use of investment strategies, increasing the number of participating investors, and enlarging the pools of capital available. Hedge funds are a clear example of active investment management. The active manager tries to earn superior returns through a combination of diligent research, insightful analysis, savvy trading, and intelligent risk management. For investors, hedge funds can serve a risk-management purpose since their returns are often uncorrelated to those in the equity and fixed-income markets. Hedge funds provide liquidity, price efficiency, and risk distribution, and contribute to the further global integration of markets.

REFERENCES

- Amin, G. and Kat, H. M. (2002). *Portfolios of hedge funds*. Working Paper, University of Reading, ISMA Centre, Reading, UK.
- Robert Jaeger. (2002). *All About Hedge Funds: The Easy Way to Get Started*. McGraw-Hill, USA.
- Temple, P. (2001) ‘Hedge Funds: Courtesans of Capitalism’, John Wiley and Sons, New York, NY.

- Andrew W. Lo (August 2005). *The Dynamics of the Hedge Fund Industry*. Research Foundation Publications. Retrieved from <http://www.cfapubs.org/toc/rf/2005/2005>
- Alper Daglioglu, Georgi Georgiev, & Bhaswar Gupta. (March 2003). *The Benefits of Hedge Funds*. Retrieved from <http://edge-fund.com/DaGG03.pdf>
- Coalition of Private Investment Companies. (2009). *Hedge Funds: How They Serve Investors in U.S. and Global Markets*. <http://www.hedgefundfacts.org/hedge/wp>
- Financial Conduct Authority. *Hedge Fund Survey* (June 2015). Retrieved from www.fca.org.uk
- Greg N. Gregoriou & Neal E. Duffy (27th October, 2006). *Hedge funds: A summary of the literature*. Retrieved from <http://download.springer.com/static/pdf/343>
- Gregory Connor & Mason Woo. *An Introduction to Hedge Funds: Introductory Guide*. Retrieved from <http://eprints.lse.ac.uk/24675/1/dp477.pdf>
- Luis A. Seco. *Hedge Funds: Truths and Myths*. Retrieved from <https://www.sigmanalysis.com>
- The 2016 Preqin Global Hedge Fund Report*. Retrieved from <https://www.preqin.com/docs>
- Sergey Chernenko & Michael Faulkender. (2011). *The Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculating with Interest Rate Swaps*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volume 46 (December 2011). Retrieved from <http://journals.cambridge.org/action>
- Vikas Agarwal Kevin A. Mullally Narayan Y. Naik (August 2015). *Hedge Funds: A Survey of the Academic Literature*. Retrieved from <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>

ВЛИЯЕ ЛИ НАИСТИНА КУРСЪТ НА ДОЛАРА ВЪРХУ ЦЕНАТА НА ПЕТРОЛА?

Алтин Идризи, Ардиан Дурмиши, Николай Патонов

DOES THE USD EXCHANGE RATE REALLY AFFECT OIL PRICES?

Altin Idrizi¹, Ardian Durmishi², Nikolay Patonov³

Received: 01.08.2016, Accepted: 14.09.2016

Abstract

This paper is intended to study the relationship between the USD exchange rate and the crude oil prices. The empirical analysis uses regression on time-series data to search for a link between these variables. The results are in favour of the predictions of conventional economic wisdom. Negative link is found which means strong dollar leads to cheap crude oil, and vice versa.

Keywords: *US dollar, crude oil, regression analysis*

JEL Codes: *E31; E52.*

Many analysts relate the fluctuations in oil prices to the changes in the dollar exchange rate. This linkage is done because the oil market has global character and the trade with crude oil uses US dollar. Nowadays the American currency is accepted as an international medium of exchange. However, the exchange rate of the US dollar is not fixed nor it has gold as a nominal anchor. Now, this currency has a floating exchange rate with respect to other currencies. Thus depreciations or appreciations of the currency in which the crude oil is quoted will inevitably affect the price of the commodity traded.

If so, the problems of this link would seem very simple. The devil emerges when we remind that both the items - US dollar and crude oil have their own importance as subject of trade. Thus dollar itself could be an investment for a

¹ University of Elbasan "Aleksander Xhuvani", Albania

² University of Elbasan "Aleksander Xhuvani", Albania

³ SWU "Neofit Rilski, Blagoevgrad, Bulgaria

speculating Forex trader. Crude oil too. Which item would be a better choice for investing?

Along with the above mentioned ones, lots of economic and political factors do influence the price of crude oil. Of course, such factors impact the exchange rate of the US dollar. The simple assumption on the link of interest could lead us to deep theoretical reasoning. But the picture of the nature of the link could be complete if the theoretical predictions are confirmed by statistical estimation.

In this respect, the present article is intended to estimate the link between the US dollar exchange rate and the price of crude oil through statistical technique. We will estimate a simple regression with quarterly data on these variables. The period covers the years from 2005 to 2016. First two quarters of 2016 are included in the time-series used. The quantitative data is downloaded via MetaTrader 4 platform.

As pointed, our analysis estimates a regression between crude oil prices and US dollar exchange rate. The price is dependent variable in the simple model. It has been taken as units of dollar. The exchange rate of the US dollar is expressed on the background of the common currency of the Euro area. This is the most widely traded currency pair in the globe. The right quotation is Euro versus Dollar given in short 'EUR_USD'. Both the variables were put in the estimations with their short scripts.

Table no 1 - Regression between USD Exchange Rate and Crude Oil Price

Dependent Variable: Oil_Price

Included observations: 46

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-111.0321	36.45548	-3.045691	0.0039
EUR_USD	144.5304	27.78377	5.201971	0.0000
R-squared	0.380809	Mean dependent variable	78.05130	
Adjusted R-squared	0.366737	S.D. dependent variable	23.79434	
S.E. of regression	18.93502	Akaike info criterion	8.762408	
Sum squared residuals	15775.54	Schwarz criterion	8.841914	
Log likelihood	-199.5354	F-statistic	27.06050	
Durbin-Watson statistic	0.186172	Prob(F-statistic)	0.000005	

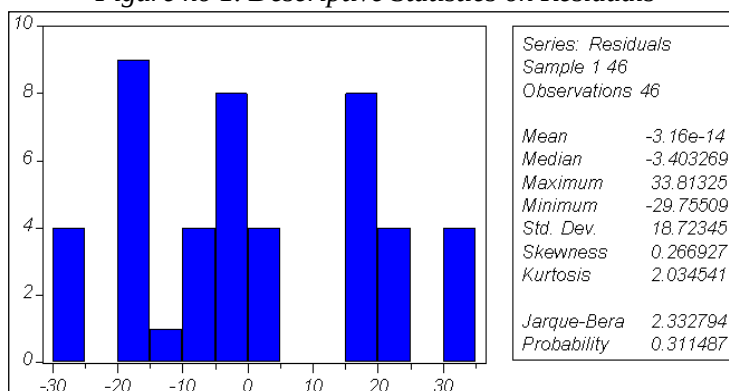
Source: Authors' calculations

The estimation on the regression relationship between these variables is presented in Table 1. It was derived in raw state from E-Views output. The parameters of regression prove a negative relation between the variables of interest. Formally, the appreciations of Euro with respect to US dollar cause the oil price to increase. Appreciation of the common currency means depreciation of dollar. Therefore, the depreciations of the dollar lead to more expensive crude oil. Such a link was also predicted by Hecht (2015) and Kowalski (2016).

Empirical estimates have also proven this relationship is clearly expressed. The p-value at which the coefficient is statistically significant equals to zero. The last thing makes this finding to be reliable empirical evidence. In this respect, the adequacy hypothesis is confirmed by the F-statistic. Another important thing is related to the explanatory power of the model. It shows that above one third of the deviations in oil prices are explained by the US dollar exchange rate fluctuations. The rest of the deviations could be caused by economic factors.

The skewness of the empirical distribution of the residuals of unexplained deviations of the dependent variable seems to confirm the existence of factors positively affecting the crude oil price. These factors are not included in the model of our study. Jarque-Bera statistic does not confirm the hypothesis for a statistically significant differing form normal symmetric distribution. However, the form of the distribution and the quantitative indicators of descriptive statistics are in favour of non-normal empirical distribution. These details are seen on Figure 1.

Figure no 1. Descriptive Statistics on Residuals



Source: Authors' calculations

Granger causality is another important detail of the picture of the relationship found. The test is applied under assumptions of up to 4 lags. The results are collected in Table 2. As evident, no significant bilateral causal

relationship found by this procedure. It means that not every increase in the price of crude oil is preceded by a weakening of the USD. This is evidence for a bigger importance of other factors affecting the oil prices. The last conclusion was also implied by the explanatory power of the model.

Table no 2 - Pairwise Granger Causality Tests

Lags: 1; Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
EUR_USD does not Granger Cause Oil_Price	45	0.58226	0.44969
Oil_Price does not Granger Cause EUR_USD		0.90647	0.34650
Lags: 2; Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
EUR_USD does not Granger Cause Oil_Price	44	0.25249	0.77813
Oil_Price does not Granger Cause EUR_USD		0.44567	0.64361
Lags: 3; Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
EUR_USD does not Granger Cause Oil_Price	43	0.14347	0.93319
Oil_Price does not Granger Cause EUR_USD		0.31349	0.81550
Lags: 4; Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
EUR_USD does not Granger Cause Oil_Price	42	0.08382	0.98683
Oil_Price does not Granger Cause EUR_USD		0.25590	0.90397

Source: Authors' calculations

In conclusion, we can say strong dollar means not only weak gold but also weak black gold. Our empirical study confirmed this assumption finding a negative link between the US dollar exchange rate and crude oil price.

REFERENCES

- Hecht, A. (2015). *Why a Strong Dollar is Bearish for Commodities*. Online, <http://commodities.about.com/od/Macro-Commodity-Topics/fl/Why-a-Strong-Dollar-is-Bearish-for-Commodities.htm>
- Kowalski, Ch. (2016). *How the Dollar Impacts Commodity Prices*. Online, <http://commodities.about.com/od/researchcommodities/a/How-The-Dollar-Impacts-Commodity-Prices.htm>

**ПРЕГЛЕД НА ИЗСЛЕДВАНИЯТА ПОСВЕТЕНИ НА
ВЛИЯНИЕТО НА РИСКОВЕТЕ И ТЯХНОТО УПРАВЛЕНИЕ
ВЪРХУ СТОЙНОСТТА НА ФИРМАТА**

Лиляна Маринова

**REVIEW OF STUDIES ON THE IMPACT OF RISKS AND RISK
MANAGEMENT ON FIRM VALUE**

Lilyana Marinova¹

Received: 01.08.2016, Accepted: 12.09.2016

Abstract

This paper reviews the existing studies devoted on the impact of various risks on firm value, as well as the impact of risk management of certain risks or as a whole on firm value. The studies can be divided in two main groups – survey-based and based on statistical data. The survey-based studies are conducted through questionnaires among company managers and reveal the perception of managers about the value of risk management. The second group of studies relies on data gathered from company reports and other financial and economic sources to infer the value from risk management. Most of the studies find that risk management increases firm value.

Keywords: Risk Management, Firm Value

JEL Codes: G32

1. Въведение

Изследванията на рисковете и тяхното влияние върху стойността на фирмата отдавна занимават теоретиците и практиците в областта на финансите. Това е така, защото икономическите агенти винаги се стремят към максимизиране стойността на фирмата и оттам идва интересът към рисковете, които застрашават тази стойност, и начините за тяхното управление. Но ако досега управлението на риска се считаше за привилегия

¹ Университет за национално и световно стопанство, София, България

основно на финансовите институции, вече все повече нефинансови корпорации в световен мащаб включват ново звено посветено на управлението на рисковете, начело на което стои специално назначена за целта длъжност Генерален риск мениджър (Chief Risk Officer – CRO).

Нарастващата актуалност на темата се изостря особено по време на финансови и икономически кризи, при които рисковете нарастват, а стойността на фирмите намалява. Това налага необходимостта от познаване на рисковете и тяхното влияние върху стойността, както и начините за тяхното управление и потенциалните ползи от управлението им. В резултат се появяват редица емпирични изследвания, посветени на влиянието на различните видове риск и управлението им върху стойността на фирмата.

Целта на настоящия материал е да направи преглед на съществуващите изследвания в областта и да обобщи техните изводи. Обикновено те могат да се групират в две основни направления според типа и метода на провеждане на изследването. В първата група попадат автори, които извършват полеви проучвания – най-често под формата на въпросници, които биват попълвани от мениджъри на компании. Тях ще разгледаме във втора точка от настоящата разработка. Втората група се състои от автори, които изследват връзката между риск мениджмънта и стойността на фирмата посредством статистически данни и методи. Те ще бъдат разгледани в трета точка. Накрая в четвърта точка ще представим обобщени изводи от прегледа на съществуващата литература.

2. Проучвания, базирани на въпросници – мнението на практиците

Първата група от автори прилагат въпросници с набор от въпроси, касаещи използването, методите и обхвата, както и ефективността на управление на риска в дадена компания. Тези въпросници биват изпращани на широк кръг от компании и резултатите биват обобщени.

Едно от първите проучвания от тази група е проведено от Dolde (1993). В него 85% от анкетираните компании от класацията на списание Форчън “Fortune 500” декларират, че използват деривати за управление на риска. Интересен извод от това проучване е, че **големите компании използват деривати повече отколкото по-малките компании**. На пръв поглед това твърдение противоречи на теорията, че по-малките компании трябва да хеджират повече поради по-голямата волатилност на техните парични потоци, по-голямата вероятност за фалит и по-голямата концентрация на акционерен капитал, която предполага по-висока изискуема доходност (виж

Stulz, 1996). Тези на пръв поглед неинтуитивни резултати от проучването на Dolde (1993) се обясняват с високите разходи свързани с използването на деривати. На въпроса каква част от експозициите си към различните видове риск хеджират, много от участниците отговарят, че това зависи от техните очаквания за бъдещите движения на пазара. 90% от респондентите, които използват деривати, признават, че понякога те хеджират според своите собствени очаквания. Друго любопитно наблюдение от проучването е, че в случаите на активно хеджиране според техните очаквания, малките компании хеджират много по-голяма част от техните експозиции към лихвен и валутен риск, отколкото по-големите компании. С други думи, **големите компании само се застраховат срещу тези рискове, докато по-малките заемат активни експозиции спрямо техните собствени очаквания.**

Пробив в осъществяването на този тип проучвания извършват авторите на т.нар. "Wharton Survey". Bodnar, Hayt, Marston and Smithson (1995) извършват проучването като изпращат въпросници на 2000 случайно подбрани компании от нефинансовия сектор. Едва 530 от тях се включват в проучването, като 35% от тези 530 отговарят с „да“ на въпроса дали използват деривати (под деривати авторите имат предвид форуърди, фючърси, опции и суапове). Един от интересните изводи на това проучване, както и при Dolde (1993) е, че **дериватите се използват по-широко от по-големите отколкото от по-малките компании.** Докато 65% от компаниите с пазарна стойност над 250 млн. долара декларират използването на деривати, едва 13% от компаниите с пазарна стойност под 50 млн. долара заявяват, че използват деривати. Както отбелязва и Dolde (1993) използването на деривати изисква значителна първоначална инвестиция в персонал, обучение и софтуер – инвестиция, каквато малките фирми не винаги могат да си позволят. Повече от половината компании заявяват, че използват деривати, за да се застраховат срещу определен финансов риск, срещу ангажименти поети в договори или за да се застраховат срещу бъдещи транзакции, които се очаква да се случат в следващите 12 месеца. **Най-често хеджираните финансови рискове са валутен риск, лихвен риск, риск от промяна в цените на суровини или риск от промяна в цените на акциите.**

Като продължение на проучването „Wharton Survey“ от 1995 година идва проучването на Bodnar and Gebhardt (1998). Авторите сравняват резултатите от „Wharton Survey“ проучването от 1995 година с проведеното 2 години по-късно проучване сред немски фирми, изпратено на 368 големи фирми, от които 126 се включват в проучването. Проучването върху американски фирми е адаптирано с цел сравнимост по размер и индустрии,

като са извадени малките фирми и фирмите от индустрии, които не са представени в проучването в Германия. Крайният резултат от сравнителното проучване показва, че **немските фирми са по-склонни да използват деривати отколкото американските фирми**, като 78% от немските фирми в извадката използват деривати, за разлика от 57% при американските фирми. Иначе като цяло групирането по индустрии и размер показва сходство в използването на деривати при фирмите от двете държави. И при двете държави валутните деривати са най-разпространени, следвани от лихвени деривати и деривати върху суровини. Използването и на трите вида деривати е по-голямо при немските фирми отколкото при американските. Освен това, фирмите от двете държави се различават още и по това каква е основната цел на хеджирането, избора на инструменти и влиянието на техните пазарни очаквания при заемаването на позиции в деривати. Немските фирми например целят основно управление на счетоводните резултати, докато американските се съсредоточават върху управлението на паричните потоци. Тези различия се коренят в по-голямото значение на финансово-счетоводните отчети в Германия, както и по-стриктните политики за контрол над използването на деривати от страна на фирмите. Това се обяснява с факта, че в Европа по-разпространено е дълговото и най-вече банково финансиране на фирмите и оттам по-важна е счетоводната стойност на компанията, докато в САЩ по-популярно е акционерното финансиране и оттам по-важна е пазарната стойност на компанията.

По-скорошно проучване, проведено през 2005 година и публикувано след финансовата криза от 2008 година, извършват Servaes, Tamayo and Tufano (2009). Те вече разглеждат риск мениджмънта като цялостна система, а не просто като съвкупност от хеджиращи сделки, както повечето автори до този момент. Те провеждат глобално проучване, като изпращат въпросите на 4000 не-финансови компании от 49 държави (обичайно най-големите компании от съответните държави и индустрии), като 334 компании отговарят на поне част от проучването. Около 30% от отговорилите компании не са листнати на никоя борса. Медианата на приходите на участващите компании е 1.6 млрд. долара. Изводите от това проучване са няколко. Първо, тук вече компаниите посочват и други рискове освен чисто финансовите рискове и това ни дава основание да наречем това проучване пробив в съвременните проучвания върху прилагането на риск мениджмънт. Повечето корпоративни директори, взели участие в проучването, посочват **търговските рискове – стратегически, проектни и конкурентни – наравно с риска по финансиране и валутния риск като най-големите**

рискове за дългосрочната рентабилност и оценка на фирмата. Важността на търговските рискове тук показва, че мениджърите вече възприемат управлението на риска в контекста на по-широк кръг от бизнес рискове. 63% от респондентите оценяват най-голямата полза от управлението на риска като „подобряване на цялостното вземане на решения”. Целта на управленското ниво е да се наложи „култура на осъзнаване на риска“ („risk-awareness culture”) – цел, която макар и рядко постигана, добива все по-голямо значение днес. Друга полза от управлението на риска според някои мениджъри в проучването е възможността **да се повиши стабилността на приходите и да се заздравят търговската репутация чрез премахването на излишния „шум” в предоставянето на информация на инвеститорите за дългосрочната рентабилност и стойност на компанията.** Като се използват финансови или „естествени” хеджове за намаляване на волатилността на приходите от източници, които не са част от основната дейност на компанията, компаниите могат да помогнат на инвеститорите да разграничат доброто мениджърско управление от чистия късмет (който може да дойде например от скок в цената на петрола за петролна компания). Тези резултати са в унисон с Breeden and Viswanathan (1999), DeMarzo and Duffie (1991), и Raposo (1997), които прокарват идеята, че в условия на информационна асиметрия когато е трудно за акционерите да оценят качеството и ефективността на мениджмънта, по-ефективните мениджъри могат да сигнализират своя тип чрез хеджиране на риска.

При положение, че измерването на риска е съществена част от управлението на риска, учудващо е, че почти половината от компаниите в проучването признават, че **нямат разработени мерки за оценка на представянето на звеното по риск мениджмънт.** Това обяснява защо 40% от респондентите в проучването нямат ни най-малка представа за това колко е добавената стойност за фирмата идваща от звената по риск мениджмънт. От компаниите, които прилагат начини за измерване на влиянието на риск мениджмънта върху стойността на фирмата, средната добавена стойност се оценява на 3.8% от пазарната капитализация, или около 35% от оценената добавена стойност (10.8% средно), която идва от звената по финансово управление. Освен това, при онези 60% от случаите, в които респондентите оценяват добавената стойност от финансовите звена и звената по управление на риска, както и разходите свързани с тях, риск мениджмънтът се оценява като прилична възвръщаемост на инвестицията, допринасяйки по-голяма част от добавената стойност във финансовия отдел, като в същото време заема по-малка част от разходите му. Една четвърт от респондентите изтъкват, че това,

което има нужда да се подобри в звената за управление на риска е измерването на количествено измерими рискове, а почти толкова респонденти твърдят, че **трябва да се увеличи обхвата на рисковете**, които се управляват.

Една нова перспектива и мост между първата и втората група автори представлява изследването на Ernst & Young (2012). Консултантската компания провежда глобално проучване като прави 576 интервюта с компании и преглед на над 2750 анализи и отчети на компании. На базата на това те оценяват зрелостта на риск мениджмънт практиките и намират **положителна връзка между зрелостта на риск мениджмънта и финансовите резултати**. Авторите идентифицират водещите риск мениджмънт практики, които спомагат за разграничаване между отделните нива на развитие на риск мениджмънта, и ги систематизират в специфични риск компоненти. Резултатите водят до няколко извода:

- Компаниите от най-добре представящата се група по зрялост на риск мениджмънта имплементират средно два пъти повече ключови риск измерения в сравнение с компаниите от най-слабо представящата се група.
- Най-добрите 20% от компаниите по зрялост на риск мениджмънта генерират три пъти по-голяма EBITDA (печалба преди лихви, данъци и амортизации) в сравнение с най-слабите 20%.
- Финансовите резултати са силно корелирани с нивото на интеграция и координация между звената по управление на риска, контролинг и спазване на регулациите.
- Ефективното използване на технологии за целта на риск мениджмънта е най-голямата слабост, но и възможност за повечето организации.

В заключение авторите на проучването стигат до извода, че компаниите с по-развито ниво на риск мениджмънт се представят по-добре финансово от техните конкуренти. Те наричат това явление „сравнително предимство”, а именно, че компаниите с по-развити риск мениджмънт практики генерират по-висок ръст на приходите, на печалбата преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA) и на съотношението печалба/стойност (EBITDA/EV). Това е интересно развитие в практиката на риск мениджмънта – ако Stulz (1996) развива теорията, че компаниите трябва да се впускат в риск мениджмънт (в смисъла на хеджиране) на рисковете, за които нямат сравнителни предимства, то две десетилетия по-късно Ernst & Young (2012)

определят самият процес на риск мениджмънт като сравнително предимство за фирмите там, където той е добре развит.

Едно от най-скорошните проучвания в областта е това на Beasley, Branson and Pagach (2013), където авторите изследват внедряването на ERM (Enterprise Risk Management) системи и стигат до извода, че организации в по-напреднал етап от внедряването е много по-вероятно да са ангажирали висшия мениджмънт и борда на директорите в задачи по надзора на определени рискове. Ангажирането на борда и на висшия мениджмънт в риск мениджмънта от своя страна се асоциира с това, че **ERM е източник на стратегически предимства**. Тук отново се засяга темата за стратегическите или сравнителни предимства, които риск мениджмънтът предоставя. В един все повече растящ и глобализиращ се свят не би било изненадващо, ако след няколко десетилетия управлението на риска се превърне в ключова стратегическа дейност за всяка една компания, независимо от нейните размери, индустрия или предмет на дейност.

Интересно проучване върху немски публични компании прави Bock (2013) с цел изследване на връзката между риск мениджмънта и капиталовата структура. Изчислявайки система за точкуване на риск мениджмънт практиките на компаниите, авторката стига до извода, че компании, които извършват по-обширно управление на риска се характеризират с по-високи нива на дълг и по-ниски коефициенти на покритие на лихвите (печалба преди лихви и данъци / лихвени плащания по дълга). В същото време обаче тези компании имат също и **по-ниска волатилност на паричните потоци, на продажбите, на печалбата преди лихви и данъци (EBIT), както и на нетната печалба, което обяснява способността на тези компании да обслужват по-високи нива на дълг**. Тези компании обикновено са **по-големи, имат по-дълъг матуритет на дълга, по-ниска средна цена на дълга и повече материални активи**. Тези резултати подкрепят теорията, че по-задлъжнелите компании трябва да хеджират повече, но отново както и при повечето други проучвания се опровергава теорията, че по-малките компании трябва да хеджират повече.

3. Изследвания, базирани на статистически данни.

Втората група автори от своя страна може да бъде разделена в две отделни направления. **Първото направление**, което е и най-разпространено, се състои от автори, които чрез регресионен анализ изследват **как назначаването на CRO (Chief Risk Officer) за широк кръг от компании влияе върху стойността на фирмата**. Към второто направление спадат

автори, които отново с помощта на регресионен анализ изследват **как хеджирането на приходите или на разходите на компаниите влияе върху стойността на фирмата** и обикновено се фиксират върху една индустрия.

Нека се фокусираме първо върху **първото направление**. Gatzert and Martin (2013) правят преглед на литературата, изучаваща този проблем. От една страна, автори като Grace et al. (2010), Pagach and Warr (2010) и Pagach and Warr (2011) намират **смесени доказателства** за това дали назначаването на Главен риск мениджър (CRO) и това може да се дължи на случаите, в които назначаването на CRO не означава непременно наличие на имплементирана система за корпоративен риск мениджмънт. Освен това наличието на CRO не помага за разграничаване на развитието и нивата на имплементация на ERM системата. Защо обаче този подход продължава да бъде толкова широко застъпен в литературата? Причината е, че има няколко силни аргумента в полза на този подход. Логичен аргумент например е, според Pagach and Warr (2011) че процесът на ERM имплементация трябва да бъде движен от специално предназначен за целта лидер или директор, поради сложността на този процес и значителното му въздействие върху дейността на фирмата. Още повече, Beasley, Clune and Hermanson (2005) показват, на базата на проучване върху 123 американски и интернационални организации, че има положителна връзка между наличието на CRO и степента на ERM имплементация.

Изследването на Grace et al. (2010) представлява интересна комбинация между първия тип проучвания, използващи въпросници, както и двете направления от втория тип проучвания, тъй като те се фокусират върху една индустрия, като обаче изследват и как назначаването на CRO или друга риск функция влияе върху представянето на фирмата. Авторите изследват американски застрахователни компании, специализирани в двете основни направления – животозастраховане и имуществено застраховане. Те анализират как прилагането на корпоративен риск мениджмънт влияе върху паричните потоци на фирмата. Резултатите от тяхното проучване показват, че **риск мениджмънт практиките водят до икономически и статистически значимо увеличаване в ефективността на приходите и разходите едновременно**. По-конкретно те стигат до извода, че при животозастрахователите **това води до значително увеличаване възвръщаемостта на активите**. Авторите намират още, че увереността на застрахователите, че рискът е отразен в техните бизнес решения, също е значително свързан с по-висока ефективност и възвръщаемост на активите. Разбира се, паричните потоци и възвръщаемостта на активите са пряко свързани със стойността на фирмата, така че тук косвено се показва, че наличието на функция по управление на риска би могло да доведе до увеличаване стойността на фирмата.

Pagach and Warr (2010) включват измерител за финансова хлабавост (“financial slack”) в техния модел за назначаване на CRO. Те твърдят, че **компаниите, използващи корпоративен риск мениджмънт, имат по-високи нива на финансова хлабавост, измерена чрез съотношението между парични средства и ликвидни ценни книжа към общи активи.** Това се обяснява с функцията на риск мениджмънта да намалява вероятността за финансов дистрес. В същото време авторите твърдят, че компаниите, използващи корпоративен риск мениджмънт, имат възможността да намалят необходимото ниво на финансова хлабавост.

Pagach and Warr (2011) изследват ефекта от внедряването на система за корпоративен риск мениджмънт върху дългосрочното представяне на фирмите, като проверяват как финансовите и пазарните показатели на фирмите се променят по време на внедряването. На базата на извадка от 106 фирми, които обявяват, че наемат CRO (събитие често съпроводено от внедряване на корпоративен риск мениджмънт) между 1992 – 2004 година, авторите стигат до извода, че при някои от фирмите се наблюдава спад във волатилността на приходите. Като цяло обаче те **не успяват да намерят убедително доказателство за това дали внедряването на система за корпоративен риск мениджмънт създава добавена стойност.** Както самите те обясняват обаче, тези резултати може да се дължат на няколко възможни причини. Ако е наличие шум в данните, липсата на убедително доказателство не означава непременно, че внедряването на ERM при тези фирми всъщност не е донесло ползи за тези фирми. Освен това внедряването на подобни системи може да отнеме сравнително дълъг период на имплементация и достигане до резултати. В същото време обаче по-дългосрочно изследване би било трудно поради наличието на сливания, придобивания и други корпоративни събития. При това концепцията за корпоративен риск мениджмънт е сравнително нова и все още няма достатъчно история, на базата на която да се изследват дългосрочните ефекти от управлението на риска. И не на последно място, системите за риск мениджмънт трябва не само да имплементират управлението на риска, но и да предоставят стандарти за измерване на резултатите от внедряването на риска.

Bertinetti, Cavezzali and Gardenal (2013) се отличават с това, че провеждат своето изследване върху европейски компании. Авторите избират 200 европейски публични компании, част от индекса Europe STOXX Large 200 Index, които оперират в 17 различни индустрии. На базата на 10-годишен период 2002 – 2011 година, авторите наблюдават внедряването на ERM системи в тези компании и стигат до извода, че има **статистически значима положителна връзка между ERM внедряването и стойността на фирмата,** измерена чрез коефициента Tobin’s Q. Икономическата интерпретация на тези резултати според авторите е, че пазарът възприема внедряването на ERM система като генератор на добавена стойност, а не като разход за компанията.

Също така авторите откриват, че размерът на компанията, бета на компанията и възвръщаемостта на активите (ROA) на компанията са определящи за това дали тя прилага корпоративен риск мениджмънт. **По-големите компании, тези с по-голям бета коефициент и тези с по-голяма възвръщаемост на активите е по-вероятно да имат имплементирана ERM система.**

Сега нека разгледаме авторите от **второто направление**. Те обикновено се фокусират върху компании от една индустрия и базирайки се на статистически методи и данни от отчетите на компаниите изследват как хеджирането на специфичен за индустрията риск ще се отрази на стойността на компаниите.

Интересно изследване прави Tufano (1996), който се фокусира върху златодобивната индустрия. Изследвайки над 50 компании от САЩ и Канада от тази индустрия, той **не може да направи еднопосочно заключение за влиянието на риск мениджмънта върху стойността на фирмата**, но достига до други важни заключения. Според неговото изследване мениджъри, които притежават повече опции върху акции прилагат по-малко риск мениджмънт, а мениджъри с повече акции прилагат повече риск мениджмънт, което потвърждава теорията за максимизирането на полезността за мениджъра. Освен това, **фирми с по-малко парични средства под формата на кеш прилагат повече риск мениджмънт** спрямо цената на златото. Също така фирми с по-голям процент на акционерен капитал – притежание на външни акционери прилагат по-малко риск мениджмънт. И накрая, фирмите с новоназначени мениджъри прилагат повече риск мениджмънт, което е интересно наблюдение от теоретична гледна точка. Tufano прави заключението, че когато няма допълнителни разходи по прилагането на риск мениджмънт, използването на риск мениджмънт на корпоративно ниво за собствени цели от страна на мениджърите е безвредно. Когато обаче са налице транзакционни разходи по прилагането на риск мениджмънт, трябва да се направи всичко възможно корпоративните ресурси да бъдат насочени към максимизиране стойността на фирмата, а не към минимизиране на персоналния риск на мениджърите. Това обаче вероятно би могло да се обясни по-добре с теорията за информационната асиметрия, в условията на която според Breeden and Viswanathan (1999), DeMarzo and Duffie (1991, 1995), и Raposo (1997) по-ефективните мениджъри сигнализират своя тип чрез хеджиране, тъй като за акционерите е трудно да оценят ефективността на мениджмънта в условията на информационна асиметрия. Тъй като новоназначените мениджъри са нетърпеливи да докажат своята ефективност, за която все още нямат история, те може би бързат да сигнализират това чрез управление на риска.

Подобно решение за изследване на компании от една индустрия вземат и Maskay and Moeller (2007). Те също извършват проучване върху компании от една индустрия, като изследват 34 петролни рафинерии. Те регресират

продажби и разходи от тримесечните отчети върху цените на петрола за периода март 1985 г. – юни 2004 г. Стойността на риск мениджмънта авторите изчисляват от оценените коефициенти в регресията и вариацията на входящите и изходящите цени на суровината. Maskay and Moeller (2007) предлагат модел за оценка на стойността на корпоративния риск мениджмънт и показват, че **корпоративният риск мениджмънт добавя стойност, когато приходите и разходите са нелинейно свързани с рискови фактори като например цените на петрола** в случая. Maskay and Moeller (2007) стигат до извода, че **добавената стойност от хеджирането на високо еластични приходи и оставянето на високо еластични разходи нехеджирани е около 2% от стойността на фирмата** (измерена чрез коефициента Tobin's Q). Изводите на Maskay and Moeller (2007) се запазват и при включването в анализа на алтернативни техники за управление на риска, като например реални опции, вертикална интеграция и диверсификация. Първо, те измерват ефекта от хетерогенност (многообразие) на фирмите на пазара, като подреждат петролните рафинерии по вертикална интеграция (притежаване на доставчици или дистрибутори, т.е. на фирми на други нива от същия продуктов цикъл) и по нива на хоризонтална интеграция (диверсификация). Авторите на изследването откриват, че фирми, които са едновременно вертикално и хоризонтално интегрирани използват по-малко хеджиране и оттам имат по-малка добавена стойност от риск мениджмънт, което е в съответствие с теорията, че тези фирми получават ползи от естествени хеджове. Второ, освен на 3-месечна база, авторите тестват модела и с 6-месечни данни. 6-месечните данни дават по-ниска стойност от риск мениджмънт, което е в съответствие с теорията, че риск мениджмънтът е по-ценен в краткосрочен план, тъй като в средносрочен и в по-дългосрочен план фирмите могат по-лесно да се адаптират към промени в цените като променят търсенето на фактори на производството или като променят предлагането на готова продукция.

Hoyle and Liebenberg (2011) също се фокусират върху една индустрия, като за разлика от повечето автори обаче те избират индустрията от финансовата сфера. Те изследват американски застрахователни компании като провеждат детайлно изследване на финансови отчети, новини, и други източници за свидетелство за използване на корпоративен риск мениджмънт. Още от първата година, за която намират доказателства за използването на корпоративен риск мениджмънт (Enterprise Risk Management) от дадена фирма, авторите използват променлива, която може да заема само две стойности, за да класифицират фирмите в две групи в зависимост от това дали използват риск мениджмънт или не. След това с помощта на статистически модели те оценяват факторите, които съвместно определят използването на риск мениджмънт. Накрая моделират стойността на фирмата измерена чрез коефициента Tobin's Q като функция от корпоративния риск

мениджмънт и няколко други измерители. В резултат от това изследване авторите намират **положителна връзка между стойността на фирмата и използването на корпоративен риск мениджмънт.**

Други рискове, предмет на подобни изследвания, са валутният и лихвеният риск, като в повечето случаи тук под стойност на фирмата се разбира директно цената на акциите на фирмата.

Jorion (1990) е първият автор, който изследва влиянието на валутните курсове върху стойността на фирмата, като под стойност на фирмата тук се разбира доходността на обикновените акции на фирмата. Авторът прави заключението, че **фирмите биха могли да намалят своята цена на капитала (и оттам да увеличат своята стойност) като хеджират валутния риск.** Дали обаче има смисъл фирмите да се ангажират с подобна дейност или да я оставят на инвеститорите в техните акции зависи от това дали валутният риск е диверсифицируем риск или не. В друго свое изследване Jorion (1991) стига до извода, че валутният риск е диверсифицируем.

Allayannis and Weston (2001) изследват същия проблем под ъгъла на хеджиране с валутни деривати и за стойност на фирмата избират коефициента Тобин Q. Изследвайки 720 големи нефинансови американски компании за периода 1990–1995г., те намират **положителна и статистически значима връзка между използването на валутни деривати и стойността на фирмата.** Размера на премията от хеджиране на валутния риск те оценяват на 3.62% до 5.34% от стойността на фирмата. Авторите обясняват този феномен като хеджиране с цел увеличаване на стойността. Това е интересен извод и дали може да се приеме като единствено обяснение, особено при положение, че валутният риск е диверсифицируем тип риск, остава отворен за нас въпрос.

4. Изводи и заключение.

На базата на всичко казано дотук можем да обобщим резултатите от цитираните проучвания. Основният извод е, че съществува положителна статистически значима връзка между управлението на риска и стойността на фирмата. Друг извод е, че основно управлението на риска се извършва чрез хеджиране на финансовите рискове (ценови, лихвен, валутен и стоков), но понякога се разглеждат и бизнес или стратегически рискове, както и застрахователни рискове. Освен това по-големите компании прилагат повече управление на риска, тъй като са налице допълнителни разходи по прилагането му, които по-малките компании не винаги могат да си позволят.

Следователно можем да направим заключението, че управлението на рисковете в повечето случаи води до увеличаване стойността на компанията. Въпреки това трябва да се работи в посока към подобряване начините за измерване на ползите от управлението на риска, както и да се разшири

периметърът на рисковете, които се разглеждат и управляват с цел повишаване стойността на компанията.

БИБЛИОГРАФИЯ

- Allayannis, G. and Weston J. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *Review of Financial Studies*, 14, 243-276.
- Beasley, M., Branson, B. and Pagach D. (2013). An Analysis of the Maturity and Strategic Impact of Investments in ERM.
- Beasley, M., Clune, R. and Hermanson D. (2005). Enterprise Risk Management: An Empirical Analysis of Factors Associated With the Extent of Implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*.
- Bertinetti, G., Cavezzali, E. and Gardenal G. (2013). The Effect of the Enterprise Risk Management Implementation on the Firm Value of European Companies.
- Bock, J. M. (2013). Evidence from German Companies of Effects of Corporate Risk Management on Capital Structure Decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Bodnar, G. M., Hayt, G. S., Marston, R. C. and Smithson C. W. (1995). Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 24, 104-14.
- Bodnar, G. M. and Gebhardt G. (1998). Derivatives Usage in Risk Management by U.S. and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. Wharton School.
- Breeden, D., and Viswanathan S. (1999). Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model. Duke University.
- DeMarzo, P., and Duffie D. (1991). Corporate financial hedging with proprietary information. *Journal of Economic Theory*, 53, 261-286.
- Dolde, W. (1993). The Trajectory of Corporate Financial Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), 33-41.
- Ernst & Young (2012). Turning Risk Into Results: How Leading Companies Use Risk Management to Fuel Better Performance.
- Gatzert, N. and Martin M. (2013). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from the Literature.
- Grace, M., Leverty, J., Phillips, R., and Shimpi P. (2010). The Value of Investing in Enterprise Risk Management. Georgia State University and University of Iowa.

- Hoyt, R. E. and Liebenberg A. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*.
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of U.S. multinationals. *Journal of Business*, 63, 331-345.
- Jorion, P. (1991). The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market. The *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26 (3), 363-76.
- Mackay, P. and Moeller S. (2007). The Value of Corporate Risk Management. *Journal of Finance*, 62.
- Pagach, D. and Warr R. (2010). The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance.
- Pagach, D. and Warr R. (2011). The Characteristics of Firms That Hire Chief Risk Officers. *The Journal of Risk and Insurance*.
- Raposo, C. (1997). Corporate Risk Management and Optimal Hedging Disclosure. London Business School.
- Servaes, H., Tamayo, A. and Tuffano P. (2009). The Theory and Practice of Corporate Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Stulz, R. (1996). Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of the Risk Management Practices of the Gold Mining Industry. *Journal of Finance*.

КАНДИДАТСТВАНЕ НА БЪЛГАРИЯ В ЕВРОЗОНАТА В КОНТЕКСТА НА ДЪЛГОВАТА КРИЗА

Виктор Михайлов Динев

THE APPLICATION OF BULGARIA FOR THE EURO AREA IN THE CONTEXT OF THE DEBT CRISIS

Viktor Mihaylov Dinev¹

Received: 01.08.2016, Accepted: 12.09.2016

Abstract

The coverage of the Maastricht convergence criteria by Bulgaria has been examined for the period 2010-2015. The study results suggest that Bulgaria can successfully fulfill these criteria and join the Euro area in the coming years. An application of Bulgaria for the Euro area is recommended by 2017 while preserving the currency board arrangement and maintaining a moderate budget deficit. It is necessary to chart a roadmap for the country's accession to the Euro area and to make a public debate on the problem.

Keywords: Maastricht convergence criteria, Bulgaria, Euro area debt crisis

JEL Codes: E60, F45, G01

1. Въведение

България като страна, извървяла пътя на прехода от комунистически режим до режим на демократично управление и пазарна икономика, е особено уязвима на регионални и световни икономически кризи. Последиците от прехода формират текущите икономически характеристики на България - липса на ефективно работещи модерни институции, поддържащи свободния пазар и малък инвестиционен капацитет на страната, както и характеристиката ѝ на малка отворена икономика я правят уязвима на

¹ Faculty of Economics, SWU Neofit Rilski, Blagoevgrad, Bulgaria

външни шокове. Въпреки усилията, които се полагат от 2010 г. насам от институциите на ЕС и от МВФ, все още съществува рискът от напускане на една от страните членки на Еврозоната – Гърция, която граничи с България и това прави кризата *значима и актуална*.

Обект на изследване са основни макроикономически показатели на България. *Предмет* на изследване е покриването на Маастрихтските конвергентни критерии от България.

Тезата в изследването е, че кандидатстване на България в Еврозоната в близките години (2017-2018 г.) би било успешно. *Хипотезата* в изследването е, че дългова криза в Еврозоната създава предпоставки за успешното покриване на Маастрихтските конвергентни критерии от България.

Целта на изследването е да открие специфичната роля и значение на изпълнението на Маастрихтските конвергентни критерии от България в настоящия период. Целта е постигната чрез изпълнението на следните *задачи*:

- 1) Систематизация на проучванията за влиянието на дълговата криза по отношение на икономиката на България и изследване на икономическата политика на България след дълговата криза в Еврозоната;
- 2) Преглед на изследванията върху кандидатурата на България за членство в Еврозоната;
- 3) Анализ на изпълнението от България на Маастрихтските конвергентни критерии през последните години.

2. Литературен преглед

В *българската литература* при изследването на дълговата криза в Еврозоната, се акцентира върху ефекта на кризата по отношение на българската икономика, както ще бъде и в настоящата разработка, като прегледът в проучването не претендира за изчерпателност. Глобалната финансова криза предхожда дълговата криза в Еврозоната и на практика се превръща в катализатор на процесите, които се разгръщат след 2010 г. в Еврозоната.

Още преди разгара на глобалната финансова криза Ганчев (2010, с. 219) предлага България да сключи предпазно споразумение с МВФ поради невъзможност да се използва в чист вид неокласическият или кейнсианският макроикономически подход. Споразумението би повишило доверието в България, би облекчило финансирането на фискалния дефицит и би стабилизирало валутния резерв и паричния съвет. Минасян (2012, с. 26)

смята, че в годините след глобалната финансова криза (2010-2012 г.) случващото се в българската икономика може да се окаже като вътрешна българска финансово-икономическа криза, а не като елемент и следствие от световната финансово-икономическа криза, като това предполага прилагане на мерки на вътрешната икономическа политика, а не чрез средства с глобален характер. Todorov (2012, р. 51) е на мнение, че глобалната икономическа криза, последвалата я рецесия и кризата на държавните дългове в Еврозоната ще забавят процесите на реална и номинална конвергенция в ЕС с няколко години и че България също ще бъде засегната от това забавяне. Проблемите с Гърция, която е в епицентъра на дълговата криза в Еврозоната, създават предпоставки за трансфер на негативни икономически ефекти върху българската икономика в три аспекта - финансовата зависимост по линия на банковия сектор, търговските отношения и регионалният риск, според Статева (2011, с. 18-19). Според доклада на Институт за икономически изследвания при БАН (2015, с. 24-25) дълговата криза в Еврозоната ограничава ръста на износа и растежа на българската икономика през 2014 г., заради зависимостта ѝ от външното търсене и външното финансиране и европейската ориентация на външнотърговските потоци на страната. В България капиталовите пазари са сред най-силно засегнатите сред новите страни членки и ЕС в периода на глобалната финансова криза и последвалата ѝ дългова криза в ЕЗ (Ценков и Георгиева, 2016).

Сред неблагоприятните фактори за растежа на българската икономика през 2016 г. са:

- 1) Икономическите санкции наложени на Русия;
- 2) Икономическите проблеми в Гърция, породени от продължаващата дългова криза в Еврозоната;
- 3) Политическите проблеми в Сирия и Украйна, както и кризата с бежанците.

Три фактора повишават ръста на българската икономика от 2015 г. като цяло:

- 1) Понижаването на цените на петрола, което би довело до нарастване на разполагаемия доход на домакинствата, от което би последвало нарастване на съвкупното търсене;
- 2) Ефектите от обезцененото евро, което ще доведе до стимулиране на износа на България към страни извън зоната на еврото;
- 3) Увеличение на износа на страната към Еврозоната, поради промените в паричната политика на ЕЦБ в следствие на дълговата криза в

Еврозоната и стартирането на широкомащабната програма за количествени облекчения, които ще доведат до повишаване на съвкупното търсене във валутния съюз, който е основен търговски партньор на България.

Дълговата криза в Еврозоната усложнява постигането на заложените цели относно макроикономическата политика на правителството, което залага предимно на неолиберални мерки, за да стабилизира финансово страната, след негативния ефект от глобалната финансова криза. Според Ганчев, Владимирова, Шивергева и Попова (2013) действията на българското правителство след глобалната финансова криза са непоследователни по отношение на ЕС и Еврозоната, по-специално относно бързо влизане в Еврозоната, породено отчасти от дълговата криза във валутния съюз (с. 21-22). В настоящите условия властта е резервирана към влизане в ERM II (European Exchange Rate Mechanism II – Валутнокурсен механизъм II).

Съществуват различни мнения относно макроикономическото управление на страната след 2010 г. Ганчев, Николов, Димитров и Стоилова (2013) препоръчват да се провежда активна макроикономическа политика, насочена към реализиране на годишни темпове на растеж над 3%, премахване на ограниченията за поддържане на държавните разходи под 40% от БВП и бюджетния дефицит под 2% от БВП, придържане към Маастрихтските конвергентни критерии и ускорено влизане в Еврозоната (с. 49). Николов (2011, с. 43-48) определя като ключови за макроикономическото управление на България през периода на дълговата криза в Еврозоната следните мерки:

- 1) По-осезаемо координиране на фискална и бюджетна политика с паричната политика;
- 2) Развитие на индустрия и интелектуален капацитет;
- 3) Нулев данък върху реинвестиране на корпоративната печалба.

Сред препоръките на Института за икономически изследвания при БАН (2014, с. 155-156) относно макроикономическата политика на България са следните три предложения:

- 1) Експортноориентирана стратегия - чрез частично преориентиране на външната търговия и произхода на преките чуждестранни инвестиции в рамките на ЕС и извън ЕС и ясни преференции към стратегически сектори;
- 2) Заместване на все по-голяма част от внесените стоки, използвани в експортноориентирано производство, със стоки, произвеждани в България от местни или чуждестранни (предимно малки и средни) компании;

3) Подпомагане на експортноориентирания растеж на малките и средни фирми.

Докладът за България от 2015 г. на Европейската комисия (European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2015) акцентира върху прекомерните дисбаланси, слабостите в банковия надзор, високия външен дълг, дисбаланса на пазара на труда. Ограничен е напредъкът по отношение на политиките на пазара на труда, образованието, бизнес средата и енергийната политика, а напредък липсва във финансовата сфера и пенсионната реформа.

Въз основа на оценка на Комисията, Съветът на ЕС приема становище относно програмата и специфични за страната препоръки в рамките на европейския семестър. Сред препоръките на Съвета на ЕС (Европейска комисия, 2015а, с. 7) относно макроикономическата политика на България са:

1) През 2015 г. да избегне структурното влошаване на публичните финанси, а през 2016 г. да постигне корекция на дефицита от 0,5 % от БВП – чрез мерки за подобряване на събирането на данъците, борба със сенчестата икономика, подобряване на ефективността на разходите в системата на здравеопазването;

2) До декември 2015 г. да извърши независим анализ на качеството на активите в цялата банкова система, както и да я подложи на възходящ (отдолу нагоре) тест за устойчивост в тясно сътрудничество с европейските органи /България ще предприеме подобна стъпка през 2016 г./;

3) Да се подготви всеобхватна реформа на правната уредба при несъстоятелност въз основа на най-добрите международни практики и по-специално подобрене на механизмите за реструктуриране преди несъстоятелност и за извънсъдебно реструктуриране.

Приемането на еврото в България е част от стратегията на Българската народна банка от 2007 насам. Николов и Ганчев (2009) смятат, че прибързаното въвеждане на еврото, примерно до 2012 година, би отприщило силни инфлационни процеси, които биха ни поставили в противоречие с конвергентните критерии, като е на мнение, че е най-добре това да стане някъде към 2017 г. (с. 92-94). Според Todorov (2012, р. 51) преди глобалната криза се очаква България да приеме еврото около 2015 г., но заради забавянето в процеса на интеграция е по-вероятно България да се присъедини към Еврозоната в края на второто десетилетие на двадесет и първи век. Множество автори (Ганчев, Николов, Димитров и Стоилова, 2013, с. 49; Ганчев, Владимирова, Стоилова и Димитров, 2014, с. 18) са на мнение, че България изостава с присъединяването към Еврозоната и Банковия съюз,

което увеличава уязвимостта на фискалния и банковия сектор.

Според Тодоров (2013, с. 123) от позициите на теорията за оптималната валутна зона България е готова за участие в Еврозоната, като степента на синхронизация на българската икономика с икономиките в Еврозоната е висока и се предполага, че общата монетарна политика няма да действа проинфлационно или да доведе до висока безработица в страната. Маринова (2015, с. 16-37) е на мнение, че при влизането на страната в Еврозоната е възможно налагане на експанзионистична бюджетна политика, увеличаване на моралния риск, загуба на бюджетна и парична дисциплина понеже сега България е в режим на паричен съвет.

Кандидатстването за Еврозоната се осъществява с успешно преминаване на критериите от Маастрихт в двугодишен период /споменатия ERM II/. Подобна стъпка е свързана с икономически последици - стимулира разплащанията и спестяванията в евро, повишава валутните резерви, стимулира международните разплащания и международната капиталова мобилност. Налице са и рискове - нараства външният дълг на частния сектор, покачване на инфлацията и спада конкурентоспособността на износа, ограничава се достъпът до кредити и расте цената на финансовите услуги, породени от засиленото регулиране през периода.

Кандидатстването за Еврозоната е свързано и с нововъведение във валутния съюз в следствие на дълговата криза - Банковия съюз. Кандидатстването за Банковия съюз може да не е свързано с кандидатстване в Еврозоната, а да е по желание на страна членка на ЕС. Официалните власти в България не прилагат прозрачна стратегия при присъединяване на България към Единния надзорен механизъм, който е един от стълбовете на Банковия съюз, въпреки взетото решение за присъединяване към Банковия съюз на политическо ниво през лятото на 2014 г. Първа стъпка към кандидатстването за Банковия съюз е отправяне на искане за „тясно сътрудничество”, което още не е направено. Тази стъпка предхожда с пет месеца очакваното присъединяване. Към март 2016 г. тече проверка относно качеството на активите на търговските банки и се осъществяват стрес тестове, като позитивното преминаване на тези специфични проверки ще ускори процеса по кандидатстване за Банковия съюз.

3. Методология на изследване

Използваните *методи* на изследване са наблюдение, систематизиране, сравнителен анализ, теоретично обобщаване, извеждане на препоръки за

макроикономическата политика на България. *Първични източници* за анализът относно покриването на Маастрихтските конвергентни критерии от България са взети от уебсайтовете на Министерство на финансите (2016) и Eurostat (2016). *Времевият обхват* на изследването е периодът от началото на дълговата криза /2010 г./ за анализирания проучвания и политики, а за покриването на Маастрихтските конвергентни критерии от България изследвания период е от 2010 г. до 2015 г. *Териториалният обхват* е в рамките на Република България, на национално равнище, като някои от резултатите се отнасят до агрегирани величини на ниво Еврозона. Трябва да се има в предвид, че направените изводи се базират преди всичко на статистически доказателства, които са *ограничени* от времеви диапазон, следователно това се отнася и до заключенията и препоръките във връзка с тях. Направените изводи и препоръки трябва да се приемат в контекста на настоящите икономически условия и авторът не претендира за тяхната общовалидност във времето.

4. Резултати от изследването

Фигура № 1 Държавен дълг и бюджетен дефицит на България за периода 2010-2015 г., процент от номиналния БВП на страната



Източник: Министерство на финансите (2016), Eurostat (2016)

Забележка: Данните за 2015 г. могат да бъдат ревизирани. Бюджетният дефицит не включва дефицита по европейските средства

Маастрихтските конвергентни критерии са четири на брой - критерий за устойчивост на публичните финанси, състоящ се от два подкритерия – бюджетен дефицит под 3% и държавен дълг до 60% от БВП; - критерий за стабилност на валутния курс, в двугодишен период валутния курс не трябва да се отклонява драстично от курса на еврото /ERM II/, официална граница $\pm 15\%$; - критерий за ценова стабилност, средното равнище на инфлацията да не надвишава с 1,5 процентни пункта средната стойност на равнището на инфлацията в трите страни с най-ниски показатели в Еврозоната през последната година; - критерий за дългосрочните лихвени проценти, една година преди проучването лихвения процент /по 10-годишните държавни ценни книжа/ не трябва да надвишава с 2 процентни пункта средната стойност на параметъра за трите държави с най-ниски показатели в Еврозоната.

Както се вижда от *Фигура № 1* /на предишна страница/ не се очаква проблеми с критерия за държавния дълг, който е далеч под референтната стойност от 60% от БВП, но през 2014 г. се наблюдава увеличение от 18% предходната година до 27% от БВП, най-вече породено от банковата криза с Корпоративна търговска банка. В началото на 2015 г. бе приет план за нов държавен дълг в размер на 16 млрд. евро до 2017 г., който да покрива разходите по предходни заеми на държавата, такива, свързани с фалита на Корпоративна търговска банка, както и за покриване на бъдещи дефицити.

По отношение на бюджетния дефицит, в който изрично не се включва дефицита по европейските средства от консолидираната фискална програма, България не изпълнява критерия през 2010 г. и 2014 г. (дефицит съответно 3,2% и 5,8% от БВП). Този критерий е труден за изпълнение, особено в период на криза. Дълговата криза в Еврозоната постепенно отшумява, но страната която е в центъра на тази регионална криза – Гърция, все още е изправена пред трудности, като генерирането на дългосрочен икономически растеж, връщането на доверието на инвеститорите и стабилизирането на публичните финанси. България е съсед на Гърция и всяка нестабилност в икономиката на южната ни съседка би довела до негативни последици и за нашата страна.

Съгласно Решение на Министерски съвет № 1025/28.12.2015 г. властите в България предвиждат държавният дълг към 2018 г. да бъде в размер на 28,9% от БВП, а бюджетният дефицит да бъде 2,5% за 2016 г., 1,4%

за 2017 г. и 1,0% за 2018 г. Европейската комисия (2015б) прогнозира бюджетен баланс в размер на -2,7% за 2016 г. и -2,7% за 2017 г., държавен дълг в размер на 32,8% за 2016 г. и 33,6% за 2017 г.

Стабилността на валутния курс се доказва, като страната участва две години в ERM II. България, като страна с паричен съвет с фиксиран курс към еврото, би изпълнила изискването за стабилност на валутния курс (критерият не се отнася до реалния, а до номиналния валутен курс).

Фигура № 2 Изпълнение на критерия за стабилност на лихвените проценти от България за периода 2010-2015 г., в проценти



Източник: Eurostat (2016)

Забележка: Собствени изчисления

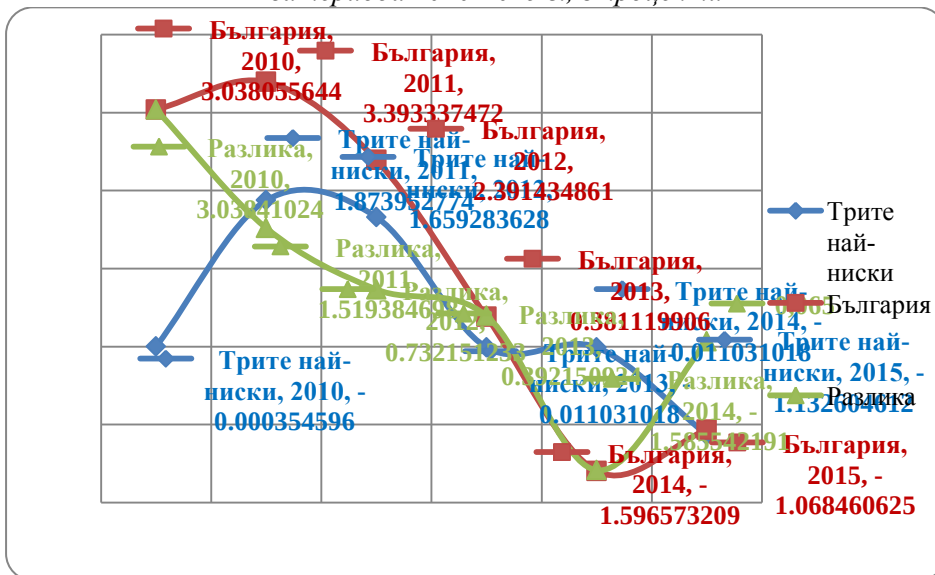
По отношение на лихвените проценти, успешното преминаване на критерия е трудна задача - само през 2013 г. и 2015 г. се изпълнява критерият за периода 2010-2015 г. /виж Фигура № 2, на следваща страница/. През периода 2010-2015 г. разликата между лихвите по българските 10-годишни държавни ценни книжа и трите най-ниски в Еврозоната намалява – от 3,097 процентни пункта до 1,97 процентни пункта, като това може да се приеме за положителен знак за успешно преминаване на критерия при предстоящото кандидатстване в Еврозоната. Страната пласира облигации през последните две години при сравнително висок интерес и благоприятна доходност, от

една страна поради свиването на предлагането на надеждни държавни облигации, като отчасти това се дължи на икономическите проблеми на Гърция, Русия и Украйна, и от друга, налице е подем на финансовите пазари, в следствие на позитивните икономически данни за САЩ и стартирането на широкомащабната програма за количествени облекчения в Еврозоната.

Инфлационният критерий бе труден за успешно преминаване от България преди глобалната финансова криза поради ниското ценово равнище в страната, от което следваше висока средногодишна инфлация. След глобалната финансова криза и последвалата я дългова криза в Еврозоната, инфлацията в България е в ниски граници, като през последните години се наблюдава дори тенденции на дефлация.

Данните за периода 2010-2015 г. показват, че България сравнително успешно се справя с този критерий, само през 2010 г. и през 2011 г. критерият не се изпълнява - съответно 3,083 процентни пункта и 1,519 процентни пункта /виж Фигура № 3/.

Фигура № 3 Изпълнение на критерия за стабилност на цените от България за периода 2010-2015 г., в проценти



Източник: Eurostat (2016)

Забележка: Собствени изчисления

Освен Маастритските конвергентни критерии страните кандидатки на Еврозоната следва да изпълнят и правните изисквания за членство в паричния съюз. В доклада на Европейската централна банка (2016) относно оценка на пригодността на евентуалните кандидати на Еврозоната, включващ и България, се посочва, че икономиките на страните са стабилни, но правната уредба в сферата на паричната политика в тези страни не съответства със стандартите на ЕЦБ.

5. Заключение и препоръки

Основен извод, който може да се направи е, че приведените данни в настоящето проучване *поддържат хипотезата в изследването* - дълговата криза в Еврозоната създава предпоставки за успешното изпълнение на Маастрихтските конвергентни критерии от България. Това не може да се твърди за годините преди дълговата криза в Еврозоната – Николов, Ганчев и Аврамов (2010) стигат до заключението, че България обективно не може да изпълни критериите от Маастрихт в близките години /в периода на дълговата криза в Еврозоната/, изследвайки изпълнението за периода 2005-2009 г. (с. 30-31). Влизане на България в ERM II би била логична стъпка предвид позитивните икономически резултати в Еврозоната и подходящите условия за успешно покриване на критериите, нещо което не е било налице по-рано. Периодът 2016-2018 г. би бил подходящ за подобна стъпка с оглед трудното изпълнение от България на критериите за лихвен процент, инфлация и бюджетен дефицит. Предвид ниското ниво на цената на петрола и очакванията за слабо повишаване, както и ниското ниво на инфлация в България, ЕС и Еврозоната, показателят би бил изпълнен сравнително лесно. Критерият за лихвен процент също би бил изпълнен от България, предвид политическите сътресения с кризата с бежанците, войните в Сирия и Украйна, както и икономическата нестабилност в Гърция, които водят до ограничаване на предлагането на нискорискови държавни ценни книжа на фона на активизирането на финансовия пазар в Еврозоната след прилагането на програмата за количествени улеснения от началото на 2015 г. Приведените теоретични и статистически данни *поддържат тезата* в изследването, че е необходимо България да кандидатства в Еврозоната в близките години (2017-2018 г.).

Три препоръки могат да се направят с оглед изводите в изследването: първо, провеждане на умерена икономическа политика, с оглед постигане на баланс между финансова дисциплина и поддържане на необходимите

условия за живот, справедливост и социален мир; второ, формиране на пътна карта относно членството на страната в Еврозоната, публичното му дебатиране и експертна оценка; и трето, при евентуално публично одобрение, влизане на България в ERM II възможно най-скоро, при запазване на паричния съвет и поддържане на умерен дефицит от 2,5% от БВП, включително промяна в правната уредба относно паричната политика, с оглед изпълнение на правните изисквания за членство в Еврозоната.

ЛИТЕРАТУРА

- Ганчев, Г. (2010). Глобалната финансова криза и българската икономика: от теорията към практиката. *Годишник на УНСС, година 2010*, 173-226.
- Ганчев, Г., Владимирова, К., Стоилова, Д. и Димитров, П. (2014). *Борбата с бедността в България. Макроикономика, етнически аспекти, евроинтеграция, ролята на туризма*. Институт за икономика и международни отношения, Фондация „Фридрих Еберт“.
- Ганчев, Г., Владимирова, К., Шивергева, М. и Попова, М. (2013). *Мониторинг на членството на България в Европейския Съюз 2012–2013, добро управление*. Форум за европейска политика, Фондация „Фридрих Еберт“.
- Ганчев, Г., Николов, Ч., Димитров, П. и Стоилова, Д. (2013). *Борбата с бедността в България. Макроикономика, фискална политика, човешки капитал, евроинтеграция*. Институт за икономика и международни отношения, Фондация „Фридрих Еберт“.
- Институт за икономически изследвания при БАН (2014). *Годишен доклад 2014. Икономическо развитие и политика в България: оценки и очаквания. Тема на фокус: „Неравенство и бедност – динамика и политики за тяхното ограничаване“*. Горекспрес, София.
- Институт за икономически изследвания при БАН (2015). *Годишен доклад 2015. Икономическо развитие и политика в България: оценки и очаквания. Тема на фокус: „Политики за икономическо развитие в оперативните програми и Общата селскостопанска политика в периода 2007-2013 г.“*. Горекспрес, София.
- Маринова, Ц. (2015). Изпитания пред паричната и бюджетната политика в Еврозоната и България. *Икономически изследвания, 2015* (1), 16-37.
- Минасян, Г. (2012). Пречупване на външноплатежния модел. *Икономическа мисъл, 2012* (1), 3-26.
- Николов, Ч. (2011). Световната икономика, ЕС, България. *Международни отношения, 2011* (4), 43-48.

- Николов, Ч., и Ганчев, Г. (2009). Европейската икономическа интеграция: политики, институции, предизвикателства за България. *ЮЗУ „Неофит Рилски”, Благоевград, Модул „Жан Моне”*.
- Николов, Ч., Ганчев, Г. и Аврамов, Й. (2010). *Присъединяването на България към Еврозоната: икономически и социални измерения*. Институт за икономика и международни отношения, Фондация „Фридрих Еберт”, София.
- Стефанова, Й. (2011). Възникване и развитие на кризата на държавните дългове в Европейския Паричен Съюз. *Икономическа мисъл*, 2011 (6), 3-21.
- Тодоров, Ив. (2013). Българският паричен съвет в контекста на бъдещото членство на България в Еврозоната. *Икономически и социални алтернативи*, 2013 (3), 112-124.
- Ценков, В., и Георгиева, С. (2016). Пазарна ефективност в следкризисното възстановяване на капиталовите пазари от Централна и източна Европа. *Международна научна конференция Следкризисният финансов свят – стагнация или радикална промяна*, 6, Издателски комплекс УНСС, София, 239-246.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2015, June). Macroeconomic imbalances Country Report – Bulgaria 2015. *European Economy, Occasional Papers* 213.
- Todorov, I. (2012). The Euro area membership of Bulgaria in the context in the debt crisis. *Journal of International Relations* 10 (3), 41-52.
- Европейска комисия (2015б). Икономики на страните членки. България. Взето на 30 ноември 2015 г. от http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/bulgaria_bg.htm
- Министерство на финансите (2016). Статистика. Взето на 26 февруари 2016 г. от <http://www.minfin.bg/bg/statistics/>
- Eurostat (2016). Database. Retrieved January 29, 2016, from <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- Европейска комисия (2015а). *Препоръка на Съвета относно Националната програма за реформи на България за 2015 г. и съдържаща становище на Съвета относно Конвергентната програма на България за 2015 г.* Брюксел, 13.5.2015 г.
- Европейска централна банка (2016). *Доклад за конвергенция*. Юни 2016 г. *Решение на Министерски съвет № 1025/28.12.2015 г.* за одобряване на промени в актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за периода 2016-2018 г., одобрена с решение № 847 на Министерския съвет от 2015 г.

ТРАНСФОРМИРАЌО ЛИДЕРСТВО
Васко Стамевски, Елизабета Стамевска

TRANSFORMATIONAL LEADERSHIP
Vasko Stamevski¹, Elizabeta Stamevska²

Received: 19.08.2016, Accepted: 12.10.2016

Abstract

Transformational leadership is a central approach to leadership and has a key position in the new theory related to leadership as a process, regardless of the activity. Leaders to be successful and functional, timely need to start understanding and acceptance of change and to develop the potential they have, which will contribute to the success of the organization.

It is thought that transformational leadership only lead to fundamental changes in the organization. Individuals who have made significant contributions to their organizations and their personal vision and energy to inspire followers are called charismatic or transformational leaders. They are able to influence the creation of change, not only to adapt to them.

In times of globalization, uncertainty and crisis task of leaders is to keep abreast of developments, to upgrade and adapt to changing conditions in the environment, in order to successfully cope with the competition and achieve competitive advantage.

Keywords: *transformational leadership, leadership, social environment, organization, change.*

JEL Codes: *M12*

¹Vasko Stamevski, PhD, Ass. Professor, International Slavic University "Nikolai Derzhavin Romanovikj", Sveti Nikole - Bitola, Republic of Macedonia, vasko.stamevski@gmail.com

²Elizabeta Stamevska, PhD, Ass. Professor, European University - RM, Skopje, Republic of Macedonia, elizabeta.stamevska@eurm.edu.mk

“Keep your eyes on the stars and your feet on the ground.”

Franklin D. Roosevelt

1. Introduction

The leadership is extremely important for the development of every human activity and in general for the whole social environment. As a phenomenon, leadership is a formula for success of companies, so it pays great attention both in theory and in practice. Leaders who are able to encourage, change and use values, beliefs and needs of their followers execution of tasks in crisis situations and dynamic major changes are transformational leaders (Griffin, R., 2007).

Leadership is a driving force, which is the basis of change and development in a company. His power derives from the vision and ability to influence, ie stimulating energy that encourages the commitment of the people to overcome the obstacles on the road to success. Transformational leadership actually exceeds normal expectations, with a sense of mission, stimulate learning new experiences and inspire new ways of thinking. The role of transformative leader is multi - to stimulate employees to observe things from a new perspective, to synchronize the mission and vision of the organization to develop its potentials and resources of employees so that the collective interest, in the interest of the organization to put before personal.

Modern findings related to lead indicate that the ability of the leader to influence is contained in the personality traits of the leader, as well as the effects arising from the interaction with co-workers. Imminent activity of organizations to constantly learn and to take concrete action, that is to change and adapt to the newly created situations in order to be competitive. In such, environment, transformational leadership creates the essence of the process of running changes and a basic point of creating a new theory of leadership.

The environment in which businesses operate is turbulent, dynamic, risky, dangerous and full of discontinuity. The only certainty that exists in organizational performance is orientation towards change and stability. The meaning of leadership stems from the ability of the leader to create a vision, successful and clearly conveys the purpose of his followers to gather around and to initiate and direct their energy to achieve that objective.

2. Essence of transformational leadership

Transformational leadership is focused on the relationship between leader and followers. It is characteristic that drivers who use transformational leadership

have a strong self-awareness and use a whole range of soft skills that gain other people. The leader is well built, conscientious and intelligent, and capable of followers to present a new vision that will inspire enthusiasm, creative energy and full commitment to achieving the defined vision (Micevski, T., 2009).

Figure 1: Transformational leadership model



Source: Oakridge, *Leadership Insights: Contemporary Leaders – The Humbug of Humility*, 2015.

The essence of transformational leadership is reflected in management changes that transformation or radical character. In this sense we can say that the essence of leadership skill in identifying business trends and vision changes resulting plan changes and creates the transformation and new direction.

Transformation leaders have great positive impact on individuals, teams and organization. There are 7 types of action logic creation and leaders can pass

through special categories career. The characteristics of the action logic determines the type of leadership (Torbert, R. W., 2004):

- 1) **Opportunists** - handles in difficult situations and good use the ability to increase sales;
- 2) **Diplomat** - well connects people in the company and it enables them to stick together;
- 3) **Specialist** - is good as an individual contributing to improve performance;
- 4) **Achiever** - very well adapted to a managerial role, an action-oriented and targeted;
- 5) **Individualists** - effective interventions in labor and handles and as a consultant;
- 6) **Strategist** - is as effective transformational leader;
- 7) **Alchemist** - good to lead the transformation of society.

The continuous process of transformation involves moving towards important, major changes that produce high growth. Organizational transformation is becoming more main and basic task in the work of leaders. Transformational leadership is based on the ability of the leader to inspire followers with a vision and mission to determine through which to implement the vision, goals, strategies, programs, projects, plans and policies in order to achieve radical changes in the organization. The skills of this leadership can be managed and do an integral part of personal character traits (Jones, R. G., M., J. George, 2010).

There are 4 basic tenets of transformational leadership:

1) **Intellectual Stimulation**

This is a leader which believes in work that engages. Rather than provide a rigid set instructions, the leader instead seeks to transform workers into thinkers who can instruct themselves. The leader is always ready to be challenged. Nothing is true: All is to be questioned and discussed. By doing this, a culture of critical thinking is set into place. Learning is not a side-objective but instead a vital part of the working process. This element of Transformational Leadership borrows from ideas such as democratic leadership; workers are encouraged to participate and share ideas in the course of the project. This tenet is extremely important in forming Transformational Leadership: If an employee does not feel as though their work is engaging and stimulation, then a leader cannot dream of transforming anything.

2) **Individualized Consideration**

No one's getting transformed if they feel that they are merely pawns in a leader's game. An important component of this leadership style is the ability to

recognize an individual as being more than a mere worker. In order to do this, the leader has to build up a personal relationship with that employee. This can be done by acknowledging work they have done, talking to them every now and then or listening to their needs. By doing this, the leader is viewed as more than a manager or boss: They are seen as someone who genuinely cares about an employee, perhaps even seen as a friend. This is important in order to create an environment where people take up personal stakes in a project and feel an inherent desire to perform well, because they are being recognized as individual contributors.

3) Idealized Influence

To put it in more simple terms, the leader becomes a role model. By having a strong work ethic, showing respect to others and being trustworthy, the leader implies that his followers should act similarly. If coupled with the previous 2 tenets of transformational leadership, the leader would have built up a strong method of implicitly influencing others. While similar to the style of pace-setting leadership, the Transformational Leader is less explicit and demanding. Rather than make it clear that he/she is to be followed, they subtly give encouragement that their methods are the way forward.

4) Inspirational Motivation

Rather than rely on external incentives such as money or benefits, the leader seeks to inspire a worker from within. By giving meaning and purpose in a project, people are to devote more time and energy because of the leader. This element allows the leader to change the workplace to perform beyond its normal ability.

3. The process of transformational leadership

Transformational leadership provides the necessary sense of belonging to the followers to the organization. Leaders and followers are united in their intention to achieve a higher level of common goals. Both sides want to achieve the best, want to give the organization a new direction. Transformational leadership focuses on efficient and effective interaction with the changing reality and it focuses on "high" and oriented principles.

Transformational leadership in the spotlight puts man as an active player undercut with goals, values and ethical norms. The emphasis is not on daily events but at long term goals, taking care not to compromise human values. Makes clear distinction between causes and symptoms and act preventively. Manifested proactivity has accelerated and is characterized by perseverance. Focus on the vision, mission and strategies to achieve them. Completely using human resources,

allows to develop the talent of each individual, discovers and develops new talent. Able to recognize the significant contributions of individuals and appropriately rewarded. It designs and redesign work to make them meaningful and challenging. Liberates human potential, leading to new directions and brings together internal structures and systems to encourage the achievement of values and goals.

The goal of transformational leadership is to 'transform' people and organizations in the literal sense: to change hearts and minds, to increase vision, its clarity and understanding, confirm objectives, to make behavior accordingly beliefs, principles and values. In a word, to make changes that are real, permanent, substantial and development.

Each catalyst may be a transformer-change in any situation, any organization. It requires vision, initiative, patience, respect, persistence, courage and self-belief as transformational leader. The world is changing faster and faster in all spheres of life. The change covers all and it is very difficult to find adequate answers, but it is essential to seek the best ways to reach the destination.

4. Stages of transformational leadership

John Kotter, Harvard professor familiar with its operations and research, made a significant contribution to the study of transformational leadership. Kotter suggests that any successful change regardless of its scope should take place in a logical sequence which consists of **8 stages** (Kotter, P. J., 1996, 2000, 2006.).

4.1. Develop awareness of necessary changes

Developing awareness of the necessary changes is the first stage in the process and is very important to establish the necessary cooperation. Success at this stage is when most of the management team believe that changes are necessary and they have a great need. Unfortunately very little of this work, which means if you take certain changes, reacts without enough to develop awareness among employees for step or action that will be taken. Without having to create awareness of the necessary changes it is difficult to get employees to make additional efforts.

4.2. Creating a team that will lead

The leader should be leading by example and work with team colleagues. In his work requires integration in which employees will feel inner dependence due to common interests and values. The leading team must be based on effective

teamwork, members also need to have great trust and common goals. Trust is built through intensive communication and various activities as well as through careful planning. As for the target, it must be realistic and attainable.

4.3. Shaping vision and strategy

Awareness of the necessary changes and strong team leading engine are necessary, but it is not finished all the work for major radical changes. Successful transformational changes require constant understanding the vision that plays a key role in creating changes in the way that is the basis for navigation, timing and procedures inspiration to many people.

Kotter made a useful, practical thought that says, "when you are unable to describe the vision, which is to initiate change ..." approach based on the vision is an essential component of great leadership. Effective leaders create a vision, a tempting picture of the future and a good strategy, logical routes for achieving the vision. Managers create plans, specific steps to achieve and implement the strategy and the available budget plans adjusted in financial statements and goals.

4.4. Presentation of vision

People not willing to sacrifice if they consider that the transformation is not viable and that the outcome of transformation changes will be in their favor. Without a successful presentation of the vision it can never be drawn or won the attention and commitment of those who should be involved in implementing the vision. The presentation consists of statements, but works through concrete action.

4.5. Empower employees on significant actions

The implementation of any kind of transformational change, involves action on many people. It may happen employees to embrace the vision, but feel not capable and prepared for its realization, because before them there are various obstacles that do not allow the implementation of a specific action, such as: inadequate organizational structure, bad system for evaluation of the performance of each individual in the organization, inappropriate behavior to a supervisor who verbally support the implementation of the transformation, but sets requirements which impede the implementation of the transformation.

4.6. Creating short-term successes

Big, dramatic and radical transformational changes require time. According to Kotter, most people will opt for a "long march " if they do not offer conclusive evidence that a certain period such time will start to bear positive results. Without marked successes realized in the short run too will be the number of employees who quit or begin to give some kind of resistance.

4.7. Consolidation earned advantage and start other changes

Often it occurs after years of hard work to announce victory on the basis of the executed transformation, and while the changes are deeply rooted in the organizational culture, according to Kotter need 3 to 10 years. New approaches are sensitive and subject to demotion, withdrawal, tolerance.

In practice many times proven that irrational resistance to changes never stop. If I happened to work is interrupted / canceled before it is fully implemented, the critical moment would be lost and would lead to regression. It is directly linked to all parts of the organization that creates dynamic change environment. Implementing change in an interdependent system is extremely difficult, because they seek to change everything.

4.8. A new approach to organizational culture

Transformational change can exist only if it is strongly embedded in the organizational culture. New shared values and forms of behavior and attitudes, it is necessary to highlight in order to improve performance. Also, it needs to invest enough time so as to be sure that the next generations of managers will be the personification of the new approach. Through the process of the aforementioned 8 stages can be suppressed destructiveness, and ensure the success of transformative venture.

Organizational culture as a phenomenon encompasses behavior and shared values of one group of people. Norms of behavior are a common way of action accepting group and they are resistant because the group members tend to behave in a way that got used and pursue new members of the group to learn these norms, rewarding those who adhere to these norms and punishing those who do not accept these norms. Common values are important interest and purpose for most people in the group and they tend to be persistent even come to change the members in the group.

5. Conclusion

Transformational leadership is that leadership that knows how to respond to the challenges of modern times, because transformative leader failed to introduce organizational changes in the organization and also managed to transform the personal worth of employees to support them and accept as their vision and objectives the organization, which will be able to meet personal expectations, and thereby fostering an environment where they formed strong relationships and creating a climate of trust where there is a shared vision and this will enable the organization to achieve efficiency and effectiveness in their work.

Nowadays transformational leadership is a central approach to leadership as a process in which organizations exist, regardless of their activity. The new leadership approaches to transformational leadership is extremely topical and can be of great benefit from the position of method and functional tool, but from a position of mental method of thinking and functioning.

To be successful and functional best time to start understanding and acceptance of change, developing the leadership potential that we possess in themselves in order to contribute to the development of the organization in which we operate in starting a transformational process. How it is done quickly, it will be useful in many ways.

Drivers who want to upgrade and develop, learn, be bearers of the changes are motivated by the feeling that what they do is good for them, their families and the organization they work for. Moral leaders distinguish between what is right and what is wrong and choose to do the right thing. Ethical leadership is looking for a fair, honest, good and honest behavior in the leadership field (Daft, L. R., 2011).

People who develop and practice changes in order to keep abreast with developments that the future holds a lot happier than those people who are caught in the shadow of the past. For an organization to function successfully and keep abreast of all developments which inevitably imposes future and a new way of living and need people who are willing to change.

REFERENCES

- Daft, L.R. (2011). *Management*. Kocani, Library "Iskra", Genex.
- Daft, L. R., L.Pat (2001, 2007). *The leadership experience*. Harcourt College Publishers
- Dent, E.F. (2006). *Dexterity of leadership*. Beograd: National library of Serbia.
- Griffin, R. (2010). *Fundamentals of management*. Library "Iskra", Genex.

- Jones, R. G., M., J. George. (2010). *Modern Management*, Skopje: National and University Library "Kliment Ohridski".
- Hooper, A., John Ptter, J. (2001). *Intelligent leadership*. Sydney: Random house Business books.
- Kotter, P. J, (2014). *Accelerate: Building Strategic Agility for a Faster-Moving World*. Harvard Business Review Press.
- Kotter, P. J. (1996, 2000, 2006). *Leading Change*, Boston: Harvard Business School.
- Micevski, T. (2009). *Management*, University "Goce Delchev" – Stip, Faculty of Economics.
- Oakridge (2015). *Leadership Insights: Contemporary Leaders*. The Humbug of Humility
- Torbert, R. W. (2004). *The Secret of Timely and Transforming Leadership*. Berrett – Koehler.

**УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ УПРАВЛЕНИЕТО НА
КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА НА ПРЕДПРИЯТИЯТА,
ПРОИЗВОДИТЕЛИ НА ЛЕКАРСТВЕНИ ПРОДУКТИ В
БЪЛГАРИЯ**
Светлана Тимофеева

**IMPROVE THE MANAGEMENT OF COMPETITIVENESS OF
ENTERPRISES, MANUFACTURERS OF MEDICINAL PRODUCTS
IN BULGARIA**
Svetlana Timofeeva¹

Received: 28.07.2016, Accepted: 23.09.2016

Abstract

The desogn of this article is based on the economic analysis of financial ratios of the researched competitors - producers of medicines in Bulgaria to uncover ways to improve the management of their competitiveness and to derive recommendations for improving governance. The aim of this paper is to be exposed approach to improve the management of enterprise competitiveness by improving financial management. The article contributes that draws attention to competition between registered producers of medicines in Bulgaria, while the most common published analyzes are based occupied market share and competitor analysis, including companies engaged solely in the importation or trade representation of the world industry leaders, but without the presence of production facilities in the country.

Keywords: Management of competitiveness, assessment, financial analysis

JEL Classification: M20, M21

1. Въведение

Фармацевтичната индустрия е сектор с голямо значение за българската икономика. Силно регулираните дейности в него го приравняват към фармацевтичната промишленост в други европейски страни, тъй като

¹ Faculty of Economics, South-West University "Neofit Rilski", Blagoevgrad, Bulgaria

лекарствените продукти се произвеждат според общи стандарти за качество GMP (Good Manufacturing Practice) или още – Добра производствена практика, което гарантира еднакво качество за всички произведени медикаменти. Цените на лекарствените продукти в България са сравнително ниски. Преобладават фирмите, произвеждащи генерични лекарствени средства, докато броят на оригиналните продукти в портфолиото им е значително по-малък.

В настоящата статия ще бъде разгледан етапът от процеса на управление на конкурентоспособността, включващ оценка на постигнатите резултати от управлението. За да се определи нивото на конкурентоспособността на предприятието, тя трябва да бъде оценена. Най-точна и детайлна информация може да бъде получена от финансовите отчети на изследваните предприятия и дадената оценка да бъде извършена чрез анализ и сравнение на икономически показатели за финансовите резултати от дейността. Обект на изследване в разработката са водещите конкурентни предприятия – производители на лекарствени продукти в България. Фармацевтичната индустрия е сфера, в която се влагат високи суми за научно-изследователска и развойна дейност и за внедряване на иновации. За да се отличи една фармацевтична компания за производство на лекарствени продукти от конкурентите, тя трябва да отговаря на изискванията за качество на предлаганите продукти, да запазва доверието на потребителите, да поддържа модернизирани технологична база и да прилага съвременни технологии за производство, гарантиращи по – високо качество, да влага достатъчно средства в научно-изследователска и развойна дейност, което е ключово перо за фармацевтичната индустрия поради спецификата на произвежданите продукти, да осигури и задържи висококвалифициран персонал за изпълнение на работния процес, както и да внедрява иновации с цел запазване на конкурентно равнище и евентуалното му повишаване. Всичко това може да се реализира чрез отделяне на по-висок процент от приходите за извършване на научно-изследователска дейност, следвайки за пример световни и европейски лидери в бранша, както и чрез постоянен контрол върху изпълняваните дейности.

2. Методология на изследването

Методологията на изследването включва проучване на информация за предприятия-конкуренти сред всички производители на лекарствени продукти в България, селектиране на основните конкуренти на база основен

предмет на дейност, анализ на данни от годишните финансови отчети на предприятията, с цел установяване на основни финансови показатели чрез които да бъдат пресметнати ключови финансови коефициенти, разкриващи резултатите от дейността и проблемите във финансовото управление на предприятията, водещи до непълноценно управление на тяхната конкурентоспособност.

Финансовите коефициенти, свързани с извеждане на информация за това, как функционира финансовия мениджмънт на фирмата, за да поддържа конкурентоспособно ниво сред останалите предприятия в отрасъла със същия предмет на дейност са:

- коефициенти за ликвидност;
- коефициенти за платежоспособност;
- коефициенти за финансова устойчивост;
- коефициенти за рентабилност.

3. Литературен обзор

Конкурентоспособността е категория, която винаги ще представлява интерес за икономистите, занимаващи се с проблемите на пазарната конкуренция. Съществуват различни категории конкурентоспособност в зависимост от обекта, за който се прилага изследването ѝ. В условията на пазарна икономика за всеки стопански субект съществува проблемът за повишаване и поддържане на неговата конкурентоспособност.

Ефективното обсъждане на проблемите на управлението на конкурентоспособността на предприятието е свързано с изясняване на същността на категорията конкурентоспособност. Към настоящия момент не съществува общоприето определение за същността на понятието конкурентоспособност, което като следствие води след себе си и отсъствие на единна и общоприета методика за извършване на оценка и анализ на конкурентоспособността на предприятието.

В икономическата литература могат да бъдат срещнати различни определения на понятието конкурентоспособност.

М. Портьър дава определение за конкурентоспособност, според което това е свойство на пазарния субект да се появи на пазара наравно с присъстващите там конкуриращи се субекти (Портер М., 2000: 495).

Р. А. Фатхутдинов определя конкурентоспособността като „свойство на обекта, характеризиращо степента на реалното и потенциалното

удовлетворение на конкретни потребности в сравнение с аналогични обекти, представящи се на дадения пазар“ (Фатхутдинов, Р.А., 2005: 268).

Изчерпателно определение за конкурентоспособност на предприятието дават М. К. Старовойтов и Б. Ф. Фомин. Според тях конкурентоспособността – „нивото на предприятието“ – се явява обща мярка за интереса и доверието към предприятието на фондовите, финансовите и трудовите пазари. Към главните определящи фактори за тази мярка спадат стойността на предприятието, техническото оборудване на работните места, реализируема концепция за управление, управленски технологии, организационна система, човешки капитал, стратегически маркетинг, техническа, инвестиционна и иновационна политики (Старовойтов М.К., Фомин Б.Ф., 2002: 294).

С. Г. Светульников извежда определение, обобщаващо до известна степен определенията на други автори, изследващи даденото понятие (Конно Т., Селезнев А. и Маракулин М.В.), добавяйки и че освен запазване на конкурентните предимства, предприятието трябва да запази и вече завоювания пазарен дял. Неговото определение гласи следното: Конкурентоспособността – това е свойството на обекта, притежаващ определен дял на съответния пазар, което характеризира степента на съответствие на технико-функционалните, икономическите, организационните и други характеристики на обекта на търсене от потребителите, определящо пазарния дял, принадлежащ на дадения обект и възпрепятства преразпределението на този пазар в полза на други обекти (Светульников, С. Г., 1997: 264). С. В. Емельянова прави връзка между финансовото състояние и изразя му в конкурентни преимущества. Тя счита, че конкурентоспособността на производителя – това е неговата потенциална и реална способност за осигуряване на участие в икономическото обращение на собствени или привлечени активи, можещи да се превърнат в конкурентни преимущества (Емельянов, С.В., 2001: 405).

В основата на определенията на някои от авторите, занимаващи се с изследване на конкурентоспособността като категория, лежи стоквата съставна на посочената категория: М. Г. Миронов, Р. А. Фатхутдинов, М. Эрлих и Дж. Хайн, З. А. Васильева, И. У. Зулъкарнаев и Л. Р. Ильясова поставят на фокус способността за заемане на по-висок пазарен дял. Според тях интегралната конкурентоспособност на предприятието по отношение на други предприятия – това е неговата способност да заема пазарен дял със своята продукция и способност да увеличи/намали дадения дял (Зулъкарнаев, И. У., 2001: 17–27). Ефективното производство на стоки в повечето случаи е

ключово за успешното функциониране на предприятието като конкурентоспособно на дадения пазар. Други автори акцентират в своите определения върху произвежданите стоки и производствената дейност на предприятието: Ю. Б. Рубин, В. В. Шустов, Х. А. Фасхиев, М. О. Ермолов, Е. И. Мазилкина, Т. Г. Паничкина.

Анализирайки съдържанието на гореизложените определения, могат да бъдат направени няколко обобщаващи извода във връзка с понятието за конкурентоспособност на предприятието:

- Способност на предприятието да проектира, произвежда и продава конкурентоспособни стоки;

- Стоките да отговарят на потребителското търсене, да са в състояние да донесат реално и потенциално удовлетворение на конкретни потребности, да са по – привлекателни за потребителите и да превъзхождат конкурентните по своите ценови и неценови (качествени) характеристики;

- Свойство на предприятието да постига набелязаните цели;

- Комплексно понятие, обусловено от системата и качеството на организация и управление, качеството на продукцията, широчината и дълбочината на асортимента, потребностите на обществото или на дадени членове от него, стабилното финансово състояние, техническото оборудване на работните места, управленчески технологии, човешки капитал, стратегически маркетинг, техническа, инвестиционна и иновационна политики;

- Способността на предприятието да се приспособява към пазарната икономика и да заема лидерски позиции и определен пазарен дял на външния и вътрешния пазар;

- Способност на предприятието да създава превъзходство над конкурентите, без да отстъпва завоюваните вече позиции;

- Производството да е в максимален обем и без загуби за производителя, чрез ефективно използване на ресурсите и производствения, кадровия и финансов потенциал.

- Способност за получаване на приходи и реализиране на печалба от вложения капитал в краткосрочен период, както и разширяване на пазарните продажби.

Въз основа на посочените изводи, може да бъде изведено следното определение:

Конкурентоспособност – това е способността на предприятието да влага ефективно реалните и потенциалните си финансови и организационно-управленски възможности в производство и реализация на стоки, покриващи

завишаващите се потребителски изисквания, с цел заемане на желания пазарен дял и реализиране на печалба от дейността.

Във фармацевтичната индустрия завишаващите се потребителски изисквания са свързани главно с желание за качествено и ефективно лечение на познати и нови заболявания. Производството на медикаменти трябва да покрива това основно потребителско търсене, като в същото време да успява да предлага и достъпни конкурентни цени на лекарствените продукти.

4. Резултати и обсъждане

Анализираните предприятия произвеждат основно генерични продукти. Конкурентоспособността при такъв вид производство е свързана с появата на пазара на генеричния медикамент веднага след изтичане на патента на оригиналния продукт. В този случай не е необходимо инвестиране на твърде високи средства за научно – изследователска и развойна дейност (НИРД), както за производството на патентовани продукти, но е важно нарастващия потенциал за НИРД да се фокусира върху разширяване на клиничните изпитвания, които се провеждат в България (Програма за аналитични услуги и обмен на знания в областта на иновациите, Доклад за Стратегията за интелигентна специализация, м. февруари 2013: 260 – 267). Конкурентоспособността на фармацевтичните предприятия, разглеждана като съвкупност от производствен, финансов, иновационен и кадрови потенциал, има възможност за повишаване, чрез усъвършенстване на управлението на финансовите ресурси, в частност балансиране на вложените средства и насочването им в правилната посока с цел получаване на максимални приходи.

Чрез анализ на основни финансови показатели , в настоящата статия ще бъдат изчислени коефициенти, свързани със структурата на капитала на предприятието, финансов риск от загуба на независимост, ликвидност и платежоспособност, както и показатели за рентабилност, които представят обобщена информация за резултатите от дейността на предприятието. Сравнявайки пресметнатите коефициенти за няколко конкурентни фирми, можем да открием слабите места в управлението на конкурентоспособността на даденото предприятие в сравнение с неговите конкуренти в съответния отрасъл.

Първата група показатели за характеризиране резултатите от дейността на предприятието е тази, включваща показателите за ликвидност и платежоспособност.

Стойностите на показателите за ликвидност са много подходящи за сравнение на сходни фирми. Като цяло в теорията и практиката съществуват възприети нормативи на тези показатели, но при осъществяване на анализ е необходимо да се вземат предвид и спецификата на отрасъла, и конкретните условия в него.

Основните съотношения от тази група са:

- коефициент на обща ликвидност;
- коефициент на бърза ликвидност;
- коефициент на незабавна ликвидност;
- коефициент на абсолютна ликвидност.

Изчислени са коефициентите на ликвидност за девет регистрирани предприятия, производители на лекарствени продукти в България. Резултатите от изчисленията са изведени в следващите таблици.

Таблица 1. Коефициент на обща ликвидност

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	1.540	1.369	1.481	1.582	1.608
Балканфарма Дупница АД	11.155	12.991	6.946	6.997	5.172
Рош България ЕООД	2.277	2.704	2.710	2.506	1.582
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	1.460	1.658	1.548	1.925	2.623
Балканфарма Троян АД	3.978	3.539	2.085	6.034	4.808
Унифарм АД	4.882	4.439	2.747	3.776	5.324
Балканфарма Разград АД	3.281	2.644	2.342	2.298	2.674
Екофарм ЕООД	1.061	1.111	1.167	1.273	1.245
Адифарм ЕАД	1.526	1.204	1.306	1.409	1.542

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

Получените резултати от горната таблица разкриват едно добро равнище на обща ликвидност при разглежданите фирми, с изключение на това на „Балканфарма Дупница“. При тази фирма коефициентът на обща ликвидност е твърде висок. При разглеждането в динамика на получените стойности за коефициента в периода от 2010 до 2014 г. се наблюдава промяна в посока намаление, което е значително. През 2011 г. коефициентът е със стойност 12,991, докато през 2014 г. той вече е 5.172. Подобряването на

стойността на показателя се дължи на плавно увеличаване стойността на текущите активи и трикратно увеличаване стойността на текущите пасиви.

Много непостоянни стойности са и изчисленията за „Унифарм“ АД. Единствено през 2012 г. показателят за обща ликвидност е в норма. През следващите две години стойността нараства и се доближава до данните от 2010 г. Спазвайки тази тенденция се очаква нормализиране на показателя в следващите две години. „Унифарм“ АД също не е застрашена от изпадане в неплатежоспособност, тъй като текущите ѝ активи превишават средно три пъти текущите задължения.

Таблица 2. Коефициент на бърза ликвидност

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	1.204	1.083	1.168	1.160	1.153
Балканфарма Дупница АД	9.854	10.684	5.488	5.274	3.414
Рош България ЕООД	0.691	0.526	0.157	0.076	0.047
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	1.225	1.398	1.321	1.721	2.312
Балканфарма Троян АД	2.566	2.035	1.203	3.933	3.465
Унифарм АД	3.724	3.595	1.827	2.389	3.517
Балканфарма Разград АД	1.600	1.547	1.024	1.039	1.229
Екофарм ЕООД	0.482	0.546	0.527	0.720	0.749
Адифарм ЕАД	0.998	0.889	0.746	0.601	0.596

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

Данните от таблица 2 показват различни тенденции на изменение в стойността на коефициента за бърза ликвидност на отделните фирми. Близки до приетите нормални граници са стойностите на коефициента при „Софарма“ АД, „Балканфарма Разград“ АД, „Екофарм“ ЕООД и „Адифарм“ ЕАД. С по-ниска от нормалната ликвидност е „Рош България“ ЕООД, а с по-висока – „Балканфарма Дупница“ АД, „Чайкафарма висококачествените лекарства“ АД, „Балканфарма Троян“ АД и „Унифарм“ АД, като отново при „Балканфарма Дупница“ АД разликата е в пъти по-голяма през периода 2010-2011 г., поради ниската стойност на текущите задължения, а в следващите три години на анализирания период е с тенденция на доближаване до нормалните стойности.

Като правило фирмите в сферата на промишлеността поддържат по-висока ликвидност поради високата инвестиционна поглъщаемост и ниската обращаемост на оборотния капитал, докато при фирмите, извършващи търговска дейност често е налице ниска ликвидност, дължаща се на високата обращаемост на стоковите запаси и на целия оборотен капитал.

И при анализа на коефициентите за обща ликвидност, и при коефициентите за бърза ликвидност се забелязват предимно по-високи стойности от обичайните, които по-високи стойности се дължат на характера на дейност на предприятията, както и на ниската стойност на текущите задължения. Последните, при повечето от анализираните фирми могат да бъдат покрити стойностно само от реализиране на материалните запаси, които са със сходна или по-висока от тяхната стойност. Например при „Балканфарма Дупница“ АД, „Рош България“ АД, „Балканфарма Троян“ АД, „Унифарм“ АД и „Балканфарма Разград“ АД.

Таблица 3. Коефициент на незабавна ликвидност

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	1.162	1.025	1.102	1.101	1.059
Балканфарма Дупница АД	9.731	10.612	5.393	5.230	3.377
Рош България ЕООД	0.656	0.499	0.134	0.061	0.042
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	1.225	1.398	1.321	1.721	2.298
Балканфарма Троян АД	2.566	2.035	1.203	3.933	3.465
Унифарм АД	3.724	3.595	1.827	2.389	3.517
Балканфарма Разград АД	1.205	1.251	0.958	1.018	1.184
Екофарм ЕООД	0.464	0.789	0.675	0.710	0.720
Адифарм ЕАД	0.998	0.889	0.746	0.601	0.596

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

При анализирането на получените стойности за коефициента на незабавна ликвидност се установява, че само при три от деветте фирми са налице стойности, по-ниски от приетите за нормални – „Рош България“ ЕООД, „Екофарм“ ЕООД и „Адифарм“ ЕАД. Причината е в ниския размер на парични средства и текущи вземания за „Рош България“ ЕООД и сравнително ниския размер на търговските вземания при другите две фирми. При „Рош България“ ЕООД за периода 2012-2014 г. сумата на паричните

средства е 0. Като цяло за всичките фирми на фона на стойностите на другите активи, паричните средства са нисък процент.

Таблица 4. Коефициент на абсолютна ликвидност

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	0.224	0.101	0.015	0.067	0.025
Балканфарма Дупница АД	0.030	0.008	0.022	0.011	0.004
Рош България ЕООД	0.001	0.439	0.000	0.000	0.000
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	0.004	0.007	0.002	0.002	0.004
Балканфарма Троян АД	0.186	0.392	0.127	0.156	0.088
Унифарм АД	0.607	0.254	0.344	0.764	1.112
Балканфарма Разград АД	0.129	0.437	0.033	0.502	0.259
Екофарм ЕООД	0.123	0.200	0.109	0.157	0.164
Адифарм ЕАД	0.376	0.443	0.335	0.072	0.085

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

Общото заключение от анализа на получените резултати в четвъртата таблица, е, че почти всички фирми, без „Унифарм“ АД се движат по-скоро под долната граница за нормална абсолютна ликвидност. Това още веднъж потвърждава направения по-горе извод, че поддържаната наличност на парични средства е минимална. Приблизително нормални показатели за дадени години имат фирмите: „Софарма“ АД за 2010 г., „Балканфарма Троян“ АД за 2010-2011 г., „Балканфарма Разград“ АД за 2011, 2013 и 2014 г., „Екофарм“ през 2011 и „Адифарм“ през периода 2010-2012 г. При Унифарм АД стойностите на коефициента през 2014 г. дори надвишава почти два пъти нормалните граници. През всички останали години фирмата е в рамките на нормалните стойности за абсолютна ликвидност.

Получените резултати означават, че голяма част от фирмите - обект на анализа, са в състояние да покрият своите текущи задължения едва след реализация на материални запаси и инкасиране на съществуващите вземания в рамките на годината, а не чрез парични средства и финансови активи.

Относно анализа на ликвидността, трябва да се отбележи, че рентабилността на предприятията също оказва влияние върху ликвидността. Колкото по-рентабилно е едно предприятие, толкова по-голям е паричния

поток, постъпващ от обичайната му дейност и то може да поддържа по-ниска ликвидност, без да изпадне в неплатежеспособност. Също така, ниска ликвидност може да се поддържа, без увеличаване на финансовия риск, при наличие на по-ниска финансова задлъжнялост.

Свързани с ликвидността са и показателите за дългосрочна платежеспособност. Това са показателят за финансова автономност и за финансова задлъжнялост. Пряко свързан с анализа на финансовия потенциал на предприятието е показателят за финансова автономност.

Таблица 5. Коефициент на финансова автономност

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	1.728	1.585	1.512	2.065	2.344
Балканфарма Дупница АД	15.219	18.039	9.417	9.545	6.754
Рош България ЕООД	1.413	1.834	1.812	1.701	0.666
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	1.409	2.320	2.127	2.352	3.292
Балканфарма Троян АД	3.839	4.448	5.728	15.361	9.421
Унифарм АД	3.743	2.347	3.067	4.410	5.496
Балканфарма Разград АД	4.013	3.954	3.101	3.168	4.042
Екофарм ЕООД	1.662	1.611	1.548	1.524	1.339
Адифарм ЕАД	1.996	1.731	1.888	1.828	2.371

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

На база изчисленията в горната таблица, може да бъде направен извод, че всяка от разглежданите фирми поддържа коефициент на автономност по-висок от 1, от което следва, че финансовият риск за дадените фирми е сведен до минимум.

При неуспешно финансово управление, погрешните действия и решения рефлектират върху оценката за финансовата устойчивост на компанията, която е ключов индикатор за стопанската дейност на фирмата и нейната конкурентоспособност на пазара. Финансовото състояние на предприятието е съвкупност от оперативната, финансовата и инвестиционната му дейност и изразява обобщено функционирането му в минали и настоящи периоди, както и своевременно се превръща в основа за високи стопански резултати в бъдещи периоди. Финансовата устойчивост

характеризира способността на организацията да функционира в променливата работна среда чрез безопасно влагане на средства в дейността.

При системно извършване на анализа на финансовата устойчивост на предприятието, могат да се предвидят бъдещи състояния на неплатежоспособност. Такъв анализ може да е от полза както за ръководството, така и за кредиторите на предприятието.

Таблица 6. Коефициент на финансова устойчивост /K на покритие на инвестициите/

Фирма наименование	Година				
	2010	2011	2012	2013	2014
Софарма АД	0.704	0.659	0.701	0.779	0.786
Балканфарма Дупница АД	0.944	0.953	0.911	0.914	0.882
Рош България ЕООД	0.587	0.648	0.646	0.632	0.403
Чайкафарма висококачествените лекарства АД	0.602	0.777	0.752	0.757	0.806
Балканфарма Троян АД	0.923	0.929	0.856	0.946	0.913
Унифарм АД	0.879	0.811	0.879	0.902	0.924
Балканфарма Разград АД	0.908	0.880	0.837	0.837	0.861
Екофарм ЕООД	0.624	0.617	0.608	0.604	0.574
Адифарм ЕАД	0.800	0.807	0.808	0.822	0.812

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

Коефициентът на финансова устойчивост, получен след изчисляване за анализираните фирми, през годините се запазва с близки стойности. Това означава, че въпреки известни промени в съставните показатели, финансовата устойчивост като цяло се запазва нормална.

Съответно, може да се твърди, че управлението на активите, пасивите и собствения капитал на фирмите е успешно.

След анализа на гореизброените показатели за ликвидност, платежоспособност и финансова устойчивост, ще бъдат разгледани резултатите от дейността на предприятията от гледна точка на съотношението между вложени ресурси и извлечени ползи или с други думи, да се анализира неговата доходност. Това може да стане чрез анализ на рентабилността. Тя се определя чрез показатели, характеризиращи способността на предприятието да генерира печалба. В общи линии

показателите за рентабилност отразяват отношението между постигнатия финансов резултат и функциониращ капитал.

Основните съотношения за рентабилност, имащи отношение към анализа на резултатите от финансовото управление на предприятието, биват следните:

Показателят за **рентабилност на собствения капитал** показва печалбата, получена от единица вложен собствен капитал или колко лева приходи са се получили от един лев вложен собствен капитал.

Таблица 7. Коефициент на рентабилност на собствения капитал

Фирма наименование	2010	2011	Процент на динамиката	2012	Процент на динамиката	2013	Процент на динамиката	2014	Процент на динамиката
Софарма АД	0.137	0.127	-7.299	0.117	-7.874	0.090	-23.077	0.068	-24.444
Балканфарма Дупница АД	0.050	0.070	40.000	0.076	8.571	0.069	-9.211	0.064	-7.246
Рош България ЕООД	0.145	0.139	-4.138	0.213	53.237	0.413	93.897	0.440	6.538
Чайкафарма високока- чествените лекарства АД	0.098	0.110	12.245	0.124	12.727	0.123	-0.806	0.122	-0.813
Балканфарма Троян АД	0.155	0.077	-50.323	0.081	5.195	0.090	11.111	0.097	7.778
Унифарм АД	0.075	0.121	61.333	0.025	-79.339	0.043	72.000	0.100	132.55 8
Балканфарма Разград АД	0.005	0.013	160.00	0.059	353.846	0.043	-27.119	0.017	-60.465
Екофарм ЕООД	0.065	0.097	49.231	0.125	28.866	0.100	-20.000	0.063	-37.000
Адифарм ЕАД	0.219	0.169	-22.831	0.121	-28.402	0.084	-30.579	0.137	63.095

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

При анализа на резултатите от горната таблица става ясно, че при всяка от деветте фирми има периоди с по-ниска рентабилност спрямо предходни години.

При „Софарма“ АД се наблюдава умерено изменение на стойността на показателя за периода 2011-2012 г., докато през следващите две години тенденцията е отрицателна. Причината е намаляването на печалбата за

периода 2013-2014 г. със съответно 7,345 хил.лв. и 7,009 хил. лв. като същевременно собственият капитал на дружеството се увеличава. „Унифарм“ АД генерира през 2014 г. По-висока печалба спрямо предходната година с 1,082 хил. лв. редом с увеличаване на собствения капитал с 1,250 хил. лв., което води до увеличаване на рентабилността на собствения капитал с цели 132,56%.

Други две от фирмите, „Балканфарма Разград“ АД и „Екофарм“ ЕООД за последната 2014 г. от анализирания период генерират значителна отрицателна разлика в процентно съотношение на рентабилността на собствения капитал спрямо предходната година. Разликата се дължи на по-ниската печалба за периода, което беше причината и за намалената рентабилност на активите.

Таблица 8. Коефициент на рентабилност на приходите от продажби

Фирма наименование	2010	2011	Процент на динамика	2012	Процент на динамика	2013	Процент на динамика	2014	Процент на динамика
Софарма АД	0.218	0.215	-1.376	0.215	0.000	0.175	-18.605	0.143	-18.286
Балканфарма Дупница АД	0.179	0.144	-19.553	0.139	-3.472	0.115	-17.266	0.109	-5.217
Рош България ЕООД	0.030	0.032	6.667	0.056	75.000	0.070	25.000	0.051	-27.143
Чайкафарма висококачест- вените лекарства АД	0.139	0.146	5.036	0.221	51.370	0.266	20.362	0.266	0.000
Балканфарма Троян АД	0.200	0.122	-39.000	0.099	-18.852	0.117	18.182	0.134	14.530
Унифарм АД	0.074	0.121	63.514	0.027	-77.686	0.048	77.778	0.108	125.00
Балканфарма Разград АД	0.008	0.017	112.50	0.076	347.06	0.047	-38.158	0.019	-59.574
Екофарм ЕООД	0.048	0.074	54.167	0.095	28.378	0.081	-14.737	0.046	-43.210
Адифарм ЕАД	0.321	0.252	-21.495	0.190	-24.603	0.121	-36.316	0.165	36.364

Източник: Търговски регистър на Р България, Годишни финансови отчети и собствени изчисления

Рентабилност на приходите от продажби – показва какъв е процентът на печалбата или загубата от общия размер на приходите от

продажби или колко лева печалба се е получила от един лев приходи от продажби.

Отрицателна тенденция в стойността на показателя за рентабилност на приходите от продажби бележат „Софарма“ АД, „Балканфарма Разград“ АД и „Екофарм“ ЕООД, които за последните две години от изследвания период имат отрицателно изменение в стойността на показателя. „Балканфарма Дупница“ АД притежава същата отрицателна тенденция и то през последните три години. Този негативен резултат не се дължи на намаляване на приходите от продажби, които запазват сходна стойност, а разликата е поради намаляването на печалбата.

Отрицателният процент на рентабилност показва, че печалбата на предприятието не е на база приходи от продажби. В текущото изследване рентабилността е с положителна стойност през целия изследван период, само измененията в пресметнатите стойности на база резултат от предходна година приемат отрицателен знак, но ако и в следващите години понижаването на показателя продължи, не е изключено коефициентът за рентабилност да приеме отрицателна стойност.

5. Изводи и препоръки

За целите на изследването бяха разгледани всичките четиридесет регистрирани предприятия, производители на лекарствени продукти, съгласно данните от регистъра на Изпълнителната агенция за лекарствата към 10.05.2016 г. Изборът на основни конкуренти сред тях бе извършен на база следните критерии: основен предмет на дейност - производство на лекарствени средства, положителен финансов резултат за изследвания петгодишен период 2010-2014 г., стойностно сравними основни показатели като приходи от продажби и финансов резултат, като при основните конкуренти сумите по тези показатели рязко се открояват на фона на останалите предприятия.

При изследването бяха събрани, систематизирани и обработени данни от финансовите отчети на конкурентните предприятия от Търговския регистър.

Период на проучването е 2010-2014 г. Резултатите, базирани на изследване за поредни пет години дава възможност за по-детайлна оценка, както и за проследяване на изменението в стойностите по посочените показатели.

След извършения анализ на резултатите от пресметнатите коефициенти, могат да бъдат направени следните изводи и препоръки:

- Като цяло предприятията поддържат степен на ликвидност, позволяваща им да покрива текущите си задължения с наличните текущи активи.

- Паричните средства са твърде ниски като стойност в сравнение с размера на останалите активи.

- Възможностите пред „Унифарм“ АД на база извършеният анализ на ликвидността са за по-ефективно балансиране стойностите на текущите активи и текущите задължения с цел елиминиране на пропуснати ползи.

- Желателно е „Балканфарма Дупница“ АД да извършва дейността си в посока намаляване с около още две единици стойността на показателя за обща ликвидност, за да е по-ефективно управлението на текущите активи и текущите пасиви. Допустимо е увеличаване на текущите пасиви, тъй като при дадените резултати е явно, че фирмата не е застрашена от изпадане в неплатежоспособност.

- „Балканфарма Дупница“ АД има възможността да ограничи финансирането със собствени средства, ако се наложи да бъдат използвани за други дейности като иновационен процес, внедряване на нови технологии или друга научно-изследователска дейност.

- Коефициентът на абсолютна ликвидност при „Балканфарма Дупница“ АД, „Рош България“ ЕООД и „Чайкафарма висококачествените лекарства“ АД е със стойности, твърде ниски спрямо установените минимални граници, което, въпреки че се отнася за фирми, заети в производството, а не в търговията, не е препоръчително. Необходимо е да бъдат взети мерки за балансиране на средствата за покриване на текущи задължения, по-конкретно - да се увеличи поне минимално стойността на наличните парични средства.

- Трябва да се обърне внимание на стабилизирането на показателите за рентабилност, тъй като постоянната тенденция на понижаване на рентабилността при част от фирмите ще доведе до неефективно управление на бизнеса и оттам – до занижена възвращаемост на вложените средства, като не е изключена и появата на отрицателни стойности на коефициентите за рентабилност.

- Насочвайки се към пазара на клиничните изпитвания, производствените фармацевтични компании в България не само ще генерират допълнителни приходи, но и ще имат възможност за получаване на съдействие за собствената си изследователска работа.

- Конкурентоспособността на българските фармацевтични производители би се повишила чрез инвестиране в задържането на български квалифицирани кадри и привличане на чуждестранни експерти с цел усъвършенстване на собствената научно-изследователска дейност, което ще гарантира по-високо качество на генеричните продукти, предлагани на пазара.

- Влагането на допълнителни разходи, гарантиращи качество на предлаганите продукти, биха повишили доверието на потребителите по веригата, което ще осигури по-високо потребление.

- Влагането на приходи следва да бъде насочено към модернизирано технологично и техническо оборудване и повишаване на НИРД, сключване на договори за провеждане на научни изследвания и клинични изпитвания с малки биотехнически фирми и с университети.

- Необходимо е да се обърне внимание и на възможността за финансова подкрепа за собствена НИРД от националните финансиращи инструменти, с цел по-конкурентоспособен износ на българските фирми, производители на генерични продукти, на европейския пазар.

6. Заключение

Фирмите днес функционират в условията на пазарна неопределеност. За да бъдат взети правилни управленски решения от мениджърския състав, следва той да разполага с достоверна и обективна информация от икономически характер за стопанската дейност на фирмата. Така могат да бъдат вземани решения без опасност от поемане на необосновано висок риск. Между управлението на конкурентоспособността на предприятието и финансовия анализ съществува пряка връзка и тя се изразява в това, че финансовият анализ се явява инструмент за ефективно управление на конкурентоспособността на предприятието.

Нивото на фирмената конкурентоспособност може да се оцени чрез използване на резултатите от пресметнатите коефициенти, засягащи доходността и платежоспособността на предприятието, които пряко засягат възможностите за успешно управление на конкурентоспособността.

Организациите не могат да влияят пряко върху финансовите резултати, тъй като по принцип, финансовите показатели имат резултативен характер, т.е. те са следствие от цялостното управление и функциониране на предприятието. Вниманието трябва да се насочи към онези области, в които е възможна пряка управленска намеса.

Предприятията, заети във фармацевтичната промишленост, непрекъснато трябва да усъвършенстват методите си на управление, тъй като извършват дейността си в изключително динамична среда с непрекъснато променящи се условия. Конкуренцията в този отрасъл е много висока, тъй като търсенето на лекарствени средства в България е с голям обем. Фирмите трябва да са постоянно в готовност да реагират на всяка настъпила промяна на пазара. Желателно е да се взема пример от големите световни компании, лидери в бранша. Наши фирми като „Софарма“ АД, част от най-успешната група компании в България и още най-голямата фармацевтична компания в България, както и „Балканфарма Дупница“ АД и „Балканфарма Троян“ АД, като производствени мощности на голямата и непрекъснато разрастваща се в световен мащаб компания „Актавис“, „Рош България“ – първи по продажби на лекарствени средства, продавани по лекарско предписание, в страната, и не на последно място „Чайкафарма висококачествените лекарства“ АД като най-бързо развиващият се производител на лекарствени продукти в България, са и съответно с едни от най-успешните резултати от дейността, защото ръководството им се стреми да постига все по-високи резултати, близки до тези на големите европейски и световни лидери.

ЛИТЕРАТУРА

- Емельянов, С. В. (2001) *США: международная конкурентоспособность национальной промышленности. 90-е годы XX века*. М.: Экономика
- Портер, М. (2000) *Конкуренция*. М.: Издательский дом „Вильямс“
- Светуньков, С. Г. (1997) *Прогнозирование экономической конъюнктуры в маркетинговых исследованиях* / С.Г. Светуньков. – СПб. : Питер
- Старовойтов, М. К., Б.Ф. Фомин (2002) *Практический инструментальный организации управления промышленным предприятием*: монография – М.: Высшая школа
- Зулькарнаев, И. У. (2001) *Метод расчета интегральной конкурентоспособности промышленных, торговых и финансовых предприятий* / И.У. Зулькарнаев, Л.Р. Ильясова // *Маркетинг в России и за рубежом*. № 4
- Фатхутдинов, Р. А., 2005. *Управление конкурентоспособностью организации*
Сайт на Търговски регистър на Р България - <http://www.brra.bg/>
- Програма за аналитични услуги и обмен на знания в областта на иновациите.
(2013) *Доклад за Стратегията за интелигентна специализация*, м. февруари

SWOT АНАЛИЗ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ СЕЗОННИ ТРУДОВИ МИГРАЦИИ НА СТУДЕНТИТЕ ОТ БЪЛГАРИЯ (СТУДЕНТСКИ БРИГАДИ)

Владимир Караджов

SWOT ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL SEASONAL LABOR MIGRATIONS OF BULGARIAN STUDENTS (STUDENT BRIGADES)

Vladimir Karadzhov¹

Received: 23.05.2016, Accepted: 05.09.2016

Abstract

This SWOT analysis is based on the conclusions outlined in studying the phenomenon of "student brigades." It comprises various aspects of the conditions under which journeys are conducted, such as: ways of applying, departure, selected destinations, accommodations, residence, payment, savings, duration of workday, number of occupied job positions and other quantitative features. In the analysis are also involved conclusions based on a series of non-quantifiable, so-called qualitative aspects, such as: difficulties and concerns of participants, prejudices, fears, health, stress, fatigue, satisfaction, desire, enthusiasm, motivation and more.

Keywords: *students, labor, migrations, abroad, SWOT, analysis*

JEL Codes: *E24, J61*

1. Въведение

SWOT анализът е изготвен на базата на изводите, очертани при изучаването на явлението „студентски бригади“. Той обхваща различни аспекти от условията, при които се провеждат пътуванията, начините за кандидатстване, отпътуване, избрани дестинации, настаняване, престой, заплащане, спестени средства, продължителност на работния ден, брой заемани длъжности и др. количествени признаци. Също така в анализът участват и изводите на базата на редица неизмерими количествено, т.нар.

¹ Faculty of Mathematics and Natural Sciences, SWU Neofit Rilski, Blagoevgrad, Bulgaria

качествени аспекти, като: трудности и опасения на участниците, предразсъдъци, страхове, здравословно състояние, стрес, умора, удовлетвореност, желание, ентузиазъм, мотивация и др.

Настоящият SWOT анализ е първият по рода си, който е изготвян относно международните трудови миграции на студентите от България. Очаквам в бъдеще да бъде доразвиван и надграждан, както от мен, чрез бъдещите ми изследвания, така и от колеги, които имат научен интерес в областта на миграциите, и икономическата и социална география.

2. Обосновка на необходимостта от SWOT анализ

Необходимостта от включването на такъв тип анализ е обусловена от факта, че SWOT анализът е мощен инструмент за оценка въздействието на силните и слабите страни, възможностите и заплахите пред дадено явление или субект (икономически или неикономически). Това го прави безценен инструмент за определяне качествените характеристики на изучаваното явление, но също и за предвиждане на перспективите за неговото развитие в бъдеще.

Това е по дефиниция субективен анализ, но направен коректно от професионалисти със задълбочени познания по темата, той ще бъде безспорно полезен инструмент за оценка на въздействията и тенденциите за бъдещо развитие. При изготвянето на представения анализ аз привлякох хора, компетентни по поставените въпроси с оглед минимизиране на субективните изкривявания, повишаване валидността на изходните данни и разширяване периметъра на гледните точки, с основна цел – максимална достоверност на анализа

3. Обобщен SWOT анализ на международните сезонни трудови миграции на българските студенти, към 2016 г.

На Фигура 1 е представен в табличен вид списък със силните и слабите страни, възможностите и заплахите пред явлението „международни студентски трудови миграции”. Настоящият SWOT анализ беше съставен в екип със специалисти по темата и с участието на подбрани по методика на автора участници в изследваните процеси.

Представеният на Фигура 1 обобщен SWOT анализ е изготвен на базата на проведени проучвания сред близо 500 студенти и техните семейства в периода 2011 – 2016 година от Владимир Караджов.

Фигура 1 - Обобщен SWOT АНАЛИЗ на международните сезонни трудови миграции (т.нар. студентски бригади) на българските студенти

СИЛНИ СТРАНИ (S)	СЛАБИ СТРАНИ (W)
- Изгодност, рентабилност, печалба - Привлекателност, новост, приключения - Достъпност, масовост - Съобразеност с графика на обучението - Необвързаност спрямо останалите аспекти от живота - Пълноценност – оползотворяване времето на ваканцията максимално ефективно - Чуждоезиков образователен момент - Разширяване кръгозора, контактите, общата култура - Развиване самостоятелността и увереността при вземането на решения	- Постоянно повишаване цената на програмите за заминаване - Продължително натоварване и липса на почивка - Пропускане на възможности за провеждане на стажове и повишаване квалификацията по време на ваканциите - Изпадане в психологически дискомфорт от липсата на подкрепящата семейна и приятелска среда
ВЪЗМОЖНОСТИ (O)	ЗАПЛАХИ (T)
- Създаване на по-самостоятелни и отговорни хора, и бъдещи кадри - Предоставяне на повече финансови възможности за студентите по време на (и след) следването - Откриване и внедряване на идеи за бизнес и нови пазарни ниши - Създаване на положителен имидж на България чрез студентите в ролята им на своеобразни посланици - Осъществяване на връзки с българи емигрирали в чужбина и български емигрантски общности	- Потенциална опасност от трайна емиграция на младите, въпреки, че не се доказва в изследването (Караджов., В. 2015, „<i>Students summer work programs as a way to permanent emigration in the USA</i>”) - Опасност от попадане под въздействието на нови заплахи, които все още ги няма в България (не мога да формулирам такива) - Невъзвращаемост на вложените средства по заминаването

Източник: Караджов, В., 2016 г.

Изброените фактори са изведени в резултат на продължителен труд, изключително обемен масив от количествени и качествени данни за

изследваното явление, и компетентната консултантска помощ на хора, запознати с особеностите на предмета на изследване. Окончателният вариант на анализа се характеризира с висока представителност и достоверност на данните.

Според направените преценки на вътрешната и външната среда са идентифицирани общо 21 фактора, от които 9 се класифицират като силни страни на изследваното явление, 4 като негови слаби страни, 5 са възможности и 3 – заплахи.

При тях са взети предвид най-масовите обобщени влияния, валидни за големи групи от участниците или за цялата генерална съвкупност. Някои индивидуални случаи винаги могат да бъдат изключение от правилата и от обобщаващия анализ, но те не променят по същество общовалидните характеристики на изследваното явление – „международни студентски трудови миграции” или „студентски бригади”.

На Фигура 1 е представен обобщен SWOT анализ, изготвен на базата на проведени проучвания сред близо 500 студенти и техните семейства в периода 2011 – 2016 година от Владимир Караджов.

Изброените фактори са изведени в резултат на продължителен труд, изключително обемен масив от количествени и качествени данни за изследваното явление, и компетентната консултантска помощ на хора, запознати с особеностите на предмета на изследване. Окончателният вариант на анализа се характеризира с висока представителност и достоверност на данните.

Според направените преценки на вътрешната и външната среда са идентифицирани общо 21 фактора, от които 9 се класифицират като силни страни на изследваното явление, 4 като негови слаби страни, 5 са възможности и 3 – заплахи. При тях са взети предвид най-масовите обобщени влияния, валидни за големи групи от участниците или за цялата генерална съвкупност.

4. Идентификация на вътрешни и външни фактори

На Таблица 1 са представени количествено факторите на вътрешната и външната среда в SWOT анализа, със съответните им положителни и негативни въздействия спрямо съвкупния сбор (100%) от всички въздействия.

Факторите могат да бъдат разделени на вътрешни и външни, както и положителни и отрицателни. Това е представено на Таблица 2.

Идентифицираните вътрешни фактори, определящи характеристиките и развитието на явлениято са над 1,5 пъти повече на брой от външните. Разликата между вътрешни и външни фактори е съществена, така че може да се приеме, че за да се повлияе на процесите в определена насока трябва да се предвидят и приложат повече вътрешни мерки за въздействие.

Идентифицираните фактори, имащи отрицателен характер – слабости и заплахи - са 7, а положителните – силни страни и възможности – 14. Този благоприятен баланс е определял и развитието на явлениято до сега, което обяснява и бурното развитие на студентските бригади в последните 15 години, тяхната популярност и масовото участие на хиляди младежи от България всяка година. Също така обяснява и тенденцията на непрекъснато увеличаване броя на участващите от година на година.

Таблица 1 - Класификация на факторите на SWOT анализа

Класификация на факторите	Брой на характеристиките	Процент към общия брой
Възможности	5	24 %
Заплахи	3	14 %
Силни страни	9	43 %
Слаби страни	4	19 %
Общо	21	100%

Източник: Караджов, В., 2016 г.

Таблица 2 - Вътрешни и външни фактори, положителни и отрицателни фактори

Фактори	Вътрешни (S/W)	Външни (O/T)	Общо
Положителни (S/O)	9	5	14
Отрицателни (W/T)	4	3	7
общо	13	8	21

Източник: Караджов, В., 2016 г.

Като хипотеза относно: кога можем да очакваме застой в активността и броя на участниците, изразявам мнение, основано на базата на данни от предходно изследване (Караджов., В., 2013, „*Employment and Income Satisfaction of Abroad Working Students*“), че охлаждане на интереса и застой ще има, когато средната доходност от една студентска бригада се изравни със средните доходи на член от домакинство в България за период от една година. Намаляване ще има, когато доходността падне под тези стойности. Хипотезата произтича от факта, че студентските бригади се провеждат (с малки изключения) веднъж годишно. Ако доходността от едно участие надвишава средните доходи на жител за период от една година, това значи, че студентът може да си подсури подкрепа за личните финанси, за разходите и нуждите си за цялата година, за да може следващата студентска бригада да балансира бюджетът му за следващата година. Както бе доказано, към момента доходността от една студентска бригада надвишава няколко пъти средната годишна издръжка на член на стандартно домакинство (според НСИ). Затова и се наблюдава такава масовост в участията на младежите в студентски бригади. Ако доходността им обаче се изравни с годишната средна издръжка у нас прогнозирам стагнация в развитието на явлението и поддържане на близки стойности за броя на участниците година след година. И в третия случай, ако доходността от едно участие падне под годишната сума за издръжка на член на стандартно домакинство, тогава ще отбележим спад и постепенен уклон към спиране на участията на студентите в международните трудови миграции. Към момента такива тенденции не се наблюдават, а и не очаквам да се случат в близките 5 години. След това предвиждам настъпването на някои промени.

5. Квантифициран SWOT анализ

Квантифицираният SWOT е анализ, при който се дава количествена оценка на установените силни и слаби страни, възможности и заплахи или те се подреждат по значение. Този тип анализи могат да се представят и в графична форма.

Таблица 3 - Квантифициран SWOT анализ на международните сезонни трудови миграции на студентите от България

	Тегло	Точки	Оценка
<i>Силни страни</i>	1	Max.10	8.44
1. Изгодност, рентабилност, печалба	0.30	9.50	2.85
2. Привлекателност, новост, приключения	0.25	9.50	2.38
3. Достъпност, масовост	0.10	6.50	0.65
4. Съобразеност с графика на обучението	0.05	8.00	0.40
5. Необвързаност спрямо останалите аспекти от живота	0.05	7.00	0.35
6. Пълноценност – оползотворяване времето на ваканцията максимално ефективно	0.05	6.50	0.33
7. Чуждоезиков образователен момент	0.10	7.50	0.75
8. Разширяване кръгозора, контактите, общата култура	0.05	8.00	0.40
9. Развиване самостоятелността и увереността при вземането на решения	0.05	6.50	0.33
<i>Слаби страни</i>	1		4.85
1. Постоянно повишаване цената на програмите за заминаване	0.50	6.00	3.00
2. Продължително натоварване и липса на почивка	0.20	2.25	0.45
3. Пропускане на възможности за провеждане на стажове и повишаване квалификацията по време на ваканциите	0.10	4.00	0.40
4. Изпадане в психологически дискомфорт от липсата на подкрепящата семейна и приятелска среда	0.20	5.00	1.00
<i>Възможности</i>	1		6.33
1. Създаване на по-самостоятелни и отговорни хора, и бъдещи кадри	0.20	6.00	1.20
2. Предоставяне на повече финансови възможности за студентите по време на (и след) следването	0.30	7.50	2.25
3. Откриване и внедряване на идеи за бизнес и нови пазарни ниши	0.20	6.50	1.30
4. Създаване на положителен имидж на България чрез студентите в ролята им	0.15	5.50	0.83

на своеобразни посланици			
5. Осъществяване на връзки с българи емигрирали в чужбина и български емигрантски общности	0.15	5.00	0.75
Заплахи	1		4.40
1. Потенциална опасност от трайна емиграция на младите (въпреки, че не се доказва в изследването)	0.35	4.00	1.40
2. Опасност от попадане под въздействието на нови заплахи, които все още ги няма в България (не мога да формулирам такива)	0.30	3.00	0.90
3. Невъзвращаемост на вложените средства по заминаването	0.35	6.00	2.10

Източник: Караджов, В., 2016 г.

6. SWOT профил на факторите в графичен вид

Получените данни от квантифицирания SWOT анализ са представени в графичен вид на Фиг.2.

Фигура 2 - Графичен SWOT АНАЛИЗ на международните сезонни трудови миграции (т.нар. студентски бригади) на българските студенти



Източник: Караджов, В., 2016 г.

Фигурата в синьо е функция на комплексното въздействие на силните и слабите страни, възможностите и заплахите, които стоят пред явлението

„студентски бригади“. Първи по сила фактор в настоящият SWOT анализ са силните страни на явлениято, следвани от възможностите за развитие, след тях се нареждат слабите страни, т.е. вътрешните негативни фактори, и на последно място са потенциалните заплахи. Оценка за това, както и за комбинираните им въздействия може да се прави след оценка на площта в синьо, която заемат съответните полета в графиката. Колкото е по-голяма площта на синьото поле – толкова по-голямо е въздействието на съответния фактор или група фактори.

7. Стратегически SWOT анализ

За максимална полза от SWOT анализа е необходимо да се разгледат възможностите за създаване на различните стратегии за управление на комбинации от вътрешни и външни фактори. При него също се следят плюсовете и минусите на вътрешната среда, както възможностите и заплахите, произлизащи от външната среда (Михова., М., „Изграждане на стратегии – само теория или е възможно на практика?“, 2010). В този етап са използвани методи за стратегическо планиране на базата на утвърдени научни разработки (Шишманова, М. „Регионален анализ“, 2010, стр. 208, 312, 321). От данните, представени в графичния SWOT анализ е очевидно, че най-голямо влияние върху явлениято оказват неговите силни страни и неговите възможности. Не бива да се подценяват заплахите, защото те могат да доведат до стагнация и дори изчезване на явлениято. Затова в стратегическия анализ ще наблегнем именно на тези взаимовръзки между факторите.

Таблица 4 - Стратегически SWOT анализ на студентските бригади. TOWS матрица

TOWS матрица	Възможности (O)	Заплахи (T)
Силни страни (S)	S – O “Maxi – Maxi” 1. Използване доходността на студентските бригади за предоставяне на повече финансови възможности пред студентите по време на и след следването 2. Използване максимално на добрите практики в българското образование за превръщане студентите в добри посланици на България пред света	S – T “Maxi – Mini” 1. Използване на възможността за участие в студентски бригади за задоволяване любопитството на младите към живота в чужбина и страстта им към приключения, чрез временни трудови миграции, с цел избягване на опасността от трайна емиграция на по-късен етап (т.е. по-

	3. Използването на младежките контакти по време на оползотворяването на ваканциите за създаване на по-близки връзки между България и различните български емигрантски общности по света с цел бъдещи инициативи от взаимна полза за тях и за държавата. 4. Чрез развиване самостоятелността при вземането на решения от студентите след участията им в бригади да се постигне решителност за действия по пренасяне в България на нови идеи за бизнес и навлизане в нови пазарни ниши. 5. Използване масовостта на студентските бригади като реклама за привличане на нови бъдещи участници и разширяване масовостта на явлението 6. Използване на възможността за подобряване познанията по чужди езици на студентите в оригинална езикова среда с цел създаване на по-добри специалисти и бъдещи кадри за България и др.	добре да отидат и да видят как е живота в чужбина за едно лято, да порботят и да се върнат, отколкото да емигрират веднъж завинаги в даден момент по време на следването или след завършването на висшето си образование). 2.Използване масовостта на участията в бригада като средство срещу евентуално попадане на студентите под вредни местни влияния (т.е. със сигурност на новото място ще има и много други български студенти, с които да се движи младежът в свободното си време, да си общува с тях, да си помагат и т.н.) 3.Максимално използване на възможностите за трудова реализация по време на участията в бригада с цел избягване на невъзвръщаемостта на вложените средства по заминаването и др.
Слаби страни (W)	W – O “Mini – Maxi” 1. Постоянен стремеж към обуздаване намеренията за свръхпечалба сред фирмите, организиращи заминаването на студентите и другите посредници, с цел да се елиминира опасността от превръщането на студентските бригади в недостъпно или нерентабилно явление, което да доведе до неговото затишие и изчезване. 2. Минимизиране на вредното влияние, породено от липса на почивка у младите след интензивния труд през ваканцията, чрез организиране на качествени почивки у дома след завръщането, благодарение на повишените доходи от участието в студентската бригада и др.	W – T “Mini – Mini” 1. Стремеж към недопускане преумората у участниците и психологическият дискомфорт, в който могат да изпаднат в началото, да ги доведат до забъркване в съмнителни или криминални въздействия и обвързаности. 2. Недопускане постоянно повишаващите се цени на програмите за участие в студентска бригада да доведат до невъзвръщаемост на вложените от участниците средства по заминаването и др.

Източник: Караджов, В., 2016 г.

Искам да подчертая, че посочените по-горе стратегии са част от задължителната структура на стратегическия SWOT анализ и като такива са задължителен елемент, който трябва да присъства в един задълбочен и

разширен SWOT. Те не отразяват авторските позиции относно изучаваното явление, а предлагат инструменти за въздействие. Тези инструменти могат да се използват за насърчаване на явлениято и максимално възползване от възможностите му, но могат да се използват и за откриване начини за замяната му.

Позицията на автора по отношение на изучаваното явление е, че: Студентските бригади са полезни и изгодни за студентите в настоящия момент, но трябва да се търсят по-полезни за тях дейности в дългосрочен план, като качествени професионални стажове и др., за да се превърнат младите във висококвалифицирани специалисти. И още, че на всяка цена трябва да се избегне пагубната за България трайна младежка емиграция, макар лично да смятам, че младите не трябва да бъдат спирани от участия в студентските бригади.

8. Изводи

Най-голяма площ от полето на графиката заема функцията от силните страни и възможностите за развитие. Това е един много благоприятен сценарий за изследваното явление. Той дава основание да се счита, че към момента студентските бригади са силно привлекателни, а и в близко бъдеще се очертава да продължат да бъдат такива. Предпоставките за тяхното развитие са благоприятни.

Повече от очевидно е, че благоприятните фактори при анализа на явлениято „студентски бригади“ доминират. Това се дължи на една уникална комбинация от два много силни положителни фактора, чиито синергичен ефект умножава въздействието им значително повече от просто елементарният сбор на съставните им въздействия. Тези фактори са: от една страна „Изгодност, рентабилност, печалба“, а от друга - желанията за приключения, пътувания и забавления у младите, формулирани като силната страна „Привлекателност, новост, приключения“. Това е една неустойчиво изкусителна комбинация – да пътуваш по света, да си откривател на нови и непознати места и аспекти от живота, и в допълнение да си осигуриш прилична доходност от това вълнуващо занимание.

Това е тайната, това е движещата сила на международните сезонни студентски трудови миграции. Там се крие тяхната привлекателност – в комбинацията от авантюризм и печалба. Друг важен момент е семейната подкрепа, която стимулира младия човек към участия, тъй като на тази крехка възраст не винаги той може да взема решенията самостоятелно или да

преценява адекватно. Тук влияние оказва „чуждоезиковият образователен момент“, тъй като семействата са склонни да изпратят детето си на бригада, освен всичко друго и „за да си упражнява езика“, което пък може да се приеме, че като школовка замества и потенциални бъдещи платени курсове по чужди езици в родината. Освен изброеното дотук, семействата подкрепят участията на младежите, тъй като студентските бригади са почти перфектно съобразени с учебния график и ваканциите, и ако има подраняващи за заминаване студенти или закъсняващи да се приберат, това се дължи предимно на факта, че те искат да спечелят повече пари в този принципно кратък срок от време и го правят на своя глава. Никой не ги насилва да заминават по-рано, или да остават по-дълго. Не е за подценяване и фактът, че както младежите, така и семействата им знаят, че едно такова пътуване ще повиши самостоятелността на участника и ще го направи по-трезвомислещ и решителен в действията и в решенията си. Опознаването на нови държави и континенти, при това в крайна сметка безплатно, а даже и на печалба е друг мощен фактор, който среща одобрението както на студентите, така и на родителите им. В заключение можем да твърдим, че комплексното въздействие на положителните фактори на вътрешната среда, заедно с благоприятните възможности пред развитието на студентските бригади обуславя тяхната популярност сред студентите в цяла България и обяснява тяхната масовост и привлекателност.

Съществуват обаче вътрешни фактори с отрицателен характер, т.нар. „слаби страни“, които могат да доведат до затихване на явлениято. Силите им на въздействие обаче са ограничени, така че не биха могли да доведат до неговото пълно прекъсване. Главната слаба страна е „Постоянно повишаващата се цена на програмите за заминаване“. Тя, от една страна влияе негативно на силната страна „масовост и достъпност“, от друга – на „изгодност, рентабилност, печалба“, които са сред най-значимите силни страни на явлениято. Ако стойностите на тази слаба страна продължат да се покачват поради увеличените разходи по заминаването, това може силно да притесни по-неплатежоспособните студенти и техните семейства. Както се доказва в предишни мои изследвания (Глава 2, част 2.1.4, етапи 2.1.4.1 и 2.1.4.2.), заминават предимно студенти от семейства със средни доходи, включително долната и горната средна класа. Най-бедните не заминават поради липса на средства и невъзможност(а и страх) от вземането на кредити, а най-богатите не заминават поради липса на финансова нужда и липса на мотивация пак от гледна точка на необходимост от финанси.

Можем да обобщим, че сред най-силно въздействащите отрицателни фактори на вътрешната среда (или „слаби страни“) се откроява факторът „Постоянно повишаване цената на програмите за заминаване“. Но макар да има ясно изразена възпираща функция, тя не може да доведе до напълно спиране на пътуванията, а само до намаляване на техния брой или до застои в развитието на явлението. Това е така, защото този фактор ще спре нови участници от най-бедните семейства, ще накара студентите със средно добри приходи от бригади да се замислят дали си заслужава, дали не се губи рентабилността от пътуванията и дори да ги откаже от бъдещи пътувания, но като цяло изгодността от студентските бригади ще продължи да бъде по-голяма от разходите по заминаването. Така че, явлението ще продължи да съществува, докато не бъде открита нова сфера на активност, която да е по-изгодна, по-интересна и по-достъпна от студентските бригади. Такава към момента не съществува, затова и моята прогноза е, че в бъдещите 5 години студентските бригади ще продължат да бъдат масово явление и ще увеличават броя на участниците, макар че този растеж осезаемо е по-нисък от растежа в периода 2001-2010. Това е така, тъй като в последните години цените на програмите за заминаване се увеличиха осезаемо. След 5 години ще има вероятна стагнация в броя на пътуващите и това ще продължи за нов около петгодишен период.

Сред негативните фактори на външната среда, т.нар. „заплахи“ с най-голяма тежест присъства опасността от трайна емиграция на младите в чужбина. Това създава риск по-скоро за държавата и обществото като цяло, отколкото за самото явление, но въздействие все пак има. В стремежа си да запази младите в родината, обществото и държавата ще търси начини да минимализира негативното въздействие на студентските трудови миграции. При едно адекватно политическо и стратегическо управление на държавата ще се търсят начини за спиране „изтичането“ на кадри и хора във фертилна възраст извън пределите на страната, защото това оказва пагубно влияние върху нея. Така че, ще се предлагат нови инициативи, облекчения за кредитиране и финансиране, стажове, предварително обвързващи договори към студентите и други. Това ще има за цел да намали потенциалната емиграция, но в крайна сметка ще изиграе лимитираща роля и върху развитието на явлението „студентски бригади“ като цяло. Друга непосредствена заплаха е рискът участниците да не успеят да възстановят в края на бригадата средствата, които са вложили по процедурите за заминаване. Този фактор съществено ще увеличи силата си, ако слабата страна – „Постоянно повишаване цената на програмите за заминаване“

продължи да увеличава стойностите си. Към днешна дата преломният момент не е настъпил. Аз очаквам това да се случи след около 5 години, ако сегашните темпове на изменения се запазят.

В заключение, предвиждам в близките 10 години продължаваща масовост в броя на пътуванията, със забавен растеж на броя на участниците, до настъпване на момент на стагнация и уравновесяване на броя на пътуващите всяка следваща година в момент след около 10 години от настоящия. След този период от 10 години, т.е. след 2026-та година, предвиждам внезапен срив в броя на пътуванията за студентска бригада. Това вероятно ще се получи в резултат на повишаване степента на икономическо развитие на България, негативни процеси в държавите – посрещачки, и изнамирането на нови и полезни инициативи за студентите на родна земя.

ЛИТЕРАТУРА

Шишманова, М. (2010), *Регионален анализ*, Авангард Прима, Благоевград.

Михова, М., „Изграждане на стратегии – само теория или е възможно на практика?“, Център по мениджмънт, Стара Загора, сп. Bgbusinesshelp.com (2010)

Караджов., В. (2013), „Employment and Income Satisfaction of Abroad Working Students“, The Fifth International Conference of FMNS, South-West University, Blagoevgrad, Bulgaria

Караджов., В. (2015), „Students summer work programs as a way to permanent emigration in the USA“, The Sixth International Conference of FMNS, South-West University, Blagoevgrad, Bulgaria

ISSN: 2367-7600

