

# **НОВ БЪЛГАРСКИ УНИВЕРСИТЕТ**

**Департамент „Икономика и бизнес администрация”**

**Ирена Петрова Николова**

## **Управление на валутния риск в нефинансова компания**

### **А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

на дисертационен труд

за присъждане на образователна и научна степен „Доктор”  
направление 3.8 Икономика, специалност: 05.02.10 „Световно  
стопанство и международни икономически отношения”

София, 2012 г.

# **НОВ БЪЛГАРСКИ УНИВЕРСИТЕТ**

**Департамент „Икономика и бизнес администрация”**

**Ирена Петрова Николова**

## **Управление на валутния риск в нефинансова компания**

### **А В Т О Р Е Ф Е Р А Т**

на дисертационен труд

за присъждане на образователна и научна степен „Доктор”  
направление 3.8 Икономика, специалност: 05.02.10 „Световно  
стопанство и международни икономически отношения”

**Научен ръководител:**

**Доц. д-р Стефан Стефанов**

София, 2012 г.

Дисертационният труд е обсъден на заседание на съвета на департамент „Икономика и бизнес администрация” на Нов български университет на 10 април 2012 г. и е насочен за защита. Авторът е редовен докторант към същия департамент.

Данни за дисертационния труд:

- Брой на страниците: 247
- Брой на фигурите: 45
- Брой на таблиците: 20
- Брой на цитираните източници: 284, в това число се включват монографии, статии, доклади, нормативни документи, документи на институции и неправителствени организации, интернет-страници и др.
- Брой на публикациите на автора по темата на дисертационния труд: 8
- Брой приложения: 5

Защитата на дисертационният труд ще се състои на ..... от ..... часа в ..... зала на НБУ. Материалите по защитата са на разположение в департамент „Икономика и бизнес администрация”, НБУ, 2 корпус, 605 офис.

# Съдържание

I. Обща характеристика на дисертационния труд .....	5
Актуалност на проблема .....	5
Същност на проблема.....	7
Цел и задачи на изследването .....	11
Предмет и обект на изследването .....	12
Докторска теза .....	13
Методи на изследване .....	14
Теоретична и емпирична основа на изследването .....	15
II. Съдържание на дисертационния труд .....	16
III. Основни акценти в дисертационния труд.....	18
IV. Приносни моменти в дисертационния труд .....	40
V. Списък на публикациите по темата на дисертационния труд .....	42

# I. Обща характеристика на дисертационния труд

Тази част от автореферата включва актуалност на темата, същност на проблема, цел и задачи на изследването, докторска теза, предмет и обект на изследването.

## **Актуалност на проблема**

Външната (макроикономическата) среда се развива през последните тридесет години за компаниите от нефинансовия сектор динамично в контекста на третата вълна на глобализацията. Проблемите пред европейската валутна система и Европейския паричен съюз се отразяват на колебанията на еврото на международните пазари и увеличават валутния риск, още повече че от 2008 г. светът се намира в състояние на глобална финансова и икономическа криза, а в Европа от 2010 г. и на дългова криза. Именно при тези условия, които засегнаха всички сектори от социално-икономическата дейност в България, въпросите, свързани с управлението на риска са особено важни за развитието на компаниите от нефинансовия сектор. Управлението на риска дава възможност за ефективно планиране на финансовите потоци на компаниите и за разширяване на възможностите за тяхното бъдещо развитие.

Валутният риск, като част от общия риск за една компания от нефинансовия сектор, заема важно място при функционирането на отделната компания в условията на пазарна икономика. Влиянието на риска върху дейността на компанията може да се прояви пряко (при осъществяване на трансакции на международните пазари, освен на вътрешния, както и в случаите на чуждестранни контрагенти за компанията) или косвено (в случаите, когато компанията извършва своята дейност само на вътрешния (местния) пазар при фиксиран валутнокурсен режим).

В България след въвеждането на системата на валутен борд през 1997 г. и поддържането на фиксиран валутнокурсен режим на българския лев първоначално към германската марка, а от 1999 г. към еврото, влиянието на промените във валутния курс върху икономиката и отделните компании е минимално и почти липсва, в случаите когато това се отнася до страните от еврозоната. Това означава, че компаниите не са пряко изложени на валутен риск при извършване на своята дейност в евро и фиксираните към него валути, включително в лева. Освен това очакваното кандидатстване на страната за членство във валутнокурсния механизъм ERM 2, а впоследствие и приемането ни в еврозоната, са перспективите пред страната за нейното развитие в рамките на Единния пазар, което е последователна политика на българските правителства от около десет години.

Но дълговата криза в Европейския съюз създава и нови условия пред валутната зона на еврото. Еврото, като официална валута на Европейския съюз в момента е изправено пред запазване на своята стабилност на международните пазари след глобалната икономическа и финансова криза и дълговата криза в някои от страните-членки на еврозоната. За развитието на кризата със стабилността на еврото могат да се разгледат няколко сценария: 1. запазване на еврозоната в настоящия ѝ вид; 2. излизане от еврозоната на страните, които имат дългове и икономически проблеми (Гърция, Италия, Испания, Ирландия, Португалия) или излизане от еврозоната на двете водещи икономики в Европейския съюз – Германия и Франция; 3. разпадане на еврозоната.

Тези три сценария, които се отнасят за бъдещото развитие на еврозоната, реално се свеждат до два възможни изхода за България, а именно – избор между фиксиран (валутен борд) и плаващ валутнокурсен режим. Решението за това кой режим да бъде предпочетен е свързан с перспективите пред еврозоната. Ако стабилизирането на еврозоната се забави (т.е. има повече думи, отколкото действия), то валутният борд като валутнокурсен режим е добре да се прецени докога да съществува. Още

повече, че присъединяването към еврозоната ще изисква средства от страните-членки за Европейския фонд за финансова стабилност, които България също трябва да предвиди в своя бюджет. От друга страна, плаващият валутнокурсен режим дава възможност за поддържане на конкурентоспособността на българските компании и при криза включително чрез провеждане на външна девалвация<sup>1</sup> на валутния курс.

Именно тези възможни изходи за България създават предпоставките за наличие на валутен риск за компаниите. Към настоящия момент валутен риск се наблюдава по отношение измененията на курса на лева спрямо валутите на държавите-членки на Европейския съюз извън еврозоната, които нямат фиксиран валутен курс към еврото (британска лира, полска злота, чешка крона, шведска крона и др.), както и към валутите на страните извън Европейския съюз (щатски долар, швейцарски франк, японска йена и др.).

Освен с разгледаните актуални финансови въпроси, управлението на валутния риск е свързано и с правилното прилагане на управленската стратегия и одобрените планове за развитието на дадена нефинансова компания. Това от своя страна предполага непрекъснато наблюдение и анализиране на процесите, протичащи във външната и вътрешната среда за компанията, влиянието им върху дейността и разработването на различни сценарии за рисковите за компанията ситуации. Правилното разчитане на тези индикатори за изменението в средата (външна и вътрешна) са основата за ефективното управление на валутния риск.

### **Същност на проблема**

Въпросите, свързани с управлението на валутния риск ще бъдат актуални до момента, в който има само една валута на глобалния валутен

---

<sup>1</sup> В дисертацията се използват термините „външна девалвация“ (external devaluation) и „вътрешна девалвация“ (internal devaluation) – Becker, T. Latvia's Options – Internal versus External Devaluation, p.1; Weisbrot, M. and R. Ray. Latvia's Internal Devaluation: a Success Story? CEPR, 2011, pp.3-8. Външната девалвация е свързана с понижаване на стойността на местната валута спрямо чуждестранната, докато вътрешната девалвация предвижда запазване на валутния курс, но прилагане на фискални мерки (напр. намаляване на заплати) за запазване на конкурентоспособността на икономиката.

пазар или не се наблюдават разлики в курсовете на отделните валути, т.е. тяхното фиксиране е само към една валута. До тогава наличието на валутен риск за компаниите ще се запази. Освен това само хипотетично могат да съществуват икономически и финансови отношения между отделните икономически субекти без наличието, дори и на минимален риск, като обикновено тези взаимоотношения се осъществяват в различни валути.

По отношение степента на изследване на проблемите при управлението на валутния риск в страните с развити и установени пазарни отношения този въпрос е също актуален, предвид значителното финансово изражение, което може да има въздействието на валутния риск за дейността на всяка компания.

Въпросите, свързани с валутния риск в българската специализирана литература се анализират от гледна точка на отражението на риска върху икономиката на страната (Българска народна банка, Н. Царевски, К. Миркович, С. Савов, Г. Ганчев), платежния баланс (М. Стоименов, Св. Масларов, П. Даскалов, Й. Статева, Ч. Николов), външната търговия (Н. Царевски, Вл. Царевски, Цв. Инджова, И. Гълъбов, М. Стоименов, Г. Минасян, Ст. Стефанов). В исторически план Българската народна банка заедно с Министерството на финансите от своето създаване са основните институции, които разглеждат процесите, свързани с риска в страната и отражението на тези процеси върху нейното развитие. В детайли валутният риск е изследван от И. Петкова, като рискът се представя в условията на действаща планова икономика в България.

Особено внимателно са разгледани въпросите със системата на валутен борд при неговото въвеждане, като акцентът е поставен предимно върху стабилността на фискалната и финансовата политика на страната (Т. Хубенова, С. Трифонова, Д. Колева), а не върху същността и въздействието на валутния риск, дори и чрез резервната валута, върху дейността на компаниите.



В чуждестранната научна литература проблемите с валутния риск се анализират по-задълбочено, особено след разпадането на Бретънуудската система и то в страните с развити пазарни икономически отношения (Банка за международни разплащания (Bank for International Settlements), Международен валутен фонд, Business International Corporation, К. Пилбийм, А. Shapiro, А. Buckley). Още повече при растящите процеси на глобализация и възникналата финансова криза се търсят възможните варианти за намаляване въздействието на валутния риск върху дейността на компаниите (А. Shapiro, А. Buckley, J. Madura).

При страните, определяни като нововъзникващи пазари, валутният риск се разглежда детайлно в последните години, особено при тези, които имат плаващ валутнокурс режим (А. Лукашов, Т. Стручнекова).

Управлението на валутния риск се разглежда предимно от финансовите компании, като той е и един от основните рискове за този вид структури в глобален мащаб (Банка за международни разплащания, Европейската централна банка, Централната банка на Република Германия, Федералният резерв на САЩ, Европейската банка за възстановяване и развитие, търговски и инвестиционни банки). Тези компании имат изградени специални звена за неговото управление, като непрекъснато се следи за състоянието на валутните експозиции и движението на съответните валути на световните пазари, с цел намаляване на негативния ефект върху дейността на дадена компания.

По отношение на практическата му страна валутният риск и неговото управление в България може да се разгледа както във финансовия, така и в нефинансовия сектор. Във финансовия сектор, аналогично на компаниите извън страната, има изградени правила за намаляване въздействието на риска, като в повечето случаи се разглежда като част от общия риск или се включва и се анализира към пазарния риск. Не така стои въпросът с управлението на валутния риск в нефинансовия или реалния сектор, където малко компании се занимават и анализират тези проблеми.

Ако се разгледат и изследванията за управлението на валутния риск в икономическата литература ще се установи, че те са предимно насочени към управлението на този риск във финансовата сфера и в контекста на общия риск за компаниите, както и че са свързани с друга проблематика в областта на международните финанси, която е тематично близка до този въпрос. Вероятно това е така поради наличието на валутния борд, който според повечето изследователи не предполага наличието на валутен риск. Но въпросите свързани с управлението на валутния риск в нефинансовите компании остават в значителна степен неизследвани и анализирани в България.

Основният проблем, който възниква при разглеждането на валутния риск и неговото управление в България, е свързан с влиянието на резервната валута, еврото, върху дейността на компаниите от реалния сектор на икономиката и липсата на ясно дефинирани правила (методика) за управлението на този риск в нефинансовия сектор. Обикновено в корпоративната стратегия се планират действията на всяка една компания за управлението на целия риск, но валутният риск е пренебрегван.

Другият съществен проблем при анализирането на валутния риск е неговото съществуващо въздействие върху дейността на компаниите в условията на валутен борд, както и разглеждането на перспективите при приемането на еврото като основна валута за страната, както и перспективите пред самото евро като единната валута на Европейския съюз. Влиянието на валутния риск върху компаниите остава встрани поради привидното „спокойствие“, което се създава от съществуващия фиксиран валутен курс на българския лев спрямо еврото. Но колебанията на единната валута, разглеждана като резервна валута за България, спрямо останалите валути на международните пазари, имат своето отражение върху икономиката на страната, респективно дейността на отделните компании, и особено в условията на криза.

Третият, но не и по значимост проблем, разгледан в дисертацията е понятийният апарат в областта на управлението на валутния риск и неговите проявления в страната. Поради многообразието и разнородността на термините, при техния превод на български език, основните понятия в областта на валутния риск и неговото управление са разгледани и систематизирани.

### **Цел и задачи на изследването**

Целта на настоящето изследване е да се анализира управлението на валутния риск в контекста на състоянието на глобалната икономика и Европейския съюз и влиянието на двете действащи кризи (глобалната финансова и икономическа криза и дълговата криза в Европа) върху страната и да се разработи примерна методика за неговото ефективно управление в компаниите от реалния сектор на икономиката.

Така поставената цел на изследването е постигната чрез решаване на следните задачи:

- да се направи теоретичен анализ на съществуващите концепции за управлението на валутния риск;
- да се разгледа влиянието на валутнокурсните промени върху състоянието на външната среда за местните компании в контекста на глобалната финансова криза и процесите на глобализация в икономическата област;
- с оглед на настоящите проблеми пред стабилността на еврото, да се разгледат възможните изходи от дълговата криза в еврозоната и нейното отражение върху валутнокурсния режим в България, а оттам и влиянието на валутния риск при компаниите от нефинансовия сектор;
- чрез анализ на резултатите от проведено анкетно проучване и емпирични данни да се идентифицират проблемните области в управлението на валутния риск на базата на анализ на промените

във външната и вътрешната среда, както и тяхното отражение върху отделните типове нефинансови компании;

- да се разработи и обоснове примерна методика за управление на валутния риск чрез анализ на отделните етапи при управлението, диагностициране на проблемните области, стратегии, техники за предпазване от риска, както и чрез неговото измерване.

Практическата насоченост на очакваните резултати чрез изпълнение на поставените задачи, създава условия за тяхното прилагане както в рамките на академичната общност, така и в практиката на компаниите от нефинансовия сектор, а също и на тези от финансовия сектор, но при отчитане на техния специфичен предмет на дейност.

Задачите на изследването са свързани с отправните точки за изграждане на докторската теза.

### **Предмет и обект на изследването**

*Предмет на изследването* са различните аспекти на валутния риск с оглед подобряване на неговото управление и ограничаване на негативното му въздействие върху компаниите от нефинансовия сектор.

*Обект на изследване* е валутният риск в нефинансовия (реалния) сектор в Република България. За целите на докторската дисертация е проведено анкетно проучване и е направен анализ на състоянието на проблема сред 110 компании от реалния сектор на икономиката на страната.

Като „нефинансов сектор” или „реален сектор” в докторската теза, се означава секторът, при който основната дейност на включените в сектора компании е свързан с производството на стоки или предоставянето на нефинансови услуги. Освен това в литературата и практиката е прието като разграничение между компаниите от двата сектора да се разглежда предметът на дейност на една компания. В случай че основната дейност на

компанията е в областта на финансовите услуги, то тя се отнася към финансовия сектор<sup>2</sup>.

Необходимо е също да се направи уточнението, че понятието „компания” се разглежда като синоним на „дружество” и „предприятие” по смисъла на Търговския закон. Това е свързано и с международната терминология в тази област, където се употребява терминът „компания”, особено в областта на икономиката и финансите<sup>3</sup>.

Терминът „компания” в докторската теза се разглежда като събирателно понятие за компаниите от нефинансовия (реалния) сектор в икономиката.

### Докторска теза

Управлението на валутния риск в нефинансовия сектор, респективно във всяка една нефинансова компания, се влияе от макроикономическата среда. Така възникването и разгръщането на всяка нова криза (в момента действащите глобална финансова криза и дълговата криза в Европа) поставя на дневен ред необходимостта от повишаване ефективността в управлението на риска в компаниите.

За да се пристъпи към управлението на риска, е необходимо да се идентифицират неговите проявления и видове. Тезата, която се защитава е, че валутният риск се проявява на макроикономическо и микроикономическо нива по различен начин, като те взаимно си влияят. Отчитайки това при компаниите от нефинансовия сектор валутният риск се разглежда чрез няколко вида риск – транзакционен, счетоводен, икономически, макроикономически и секторен. Така чрез разглеждане на взаимовръзката между отделните проявления и видове на валутния риск се пристъпва към

---

<sup>2</sup> В българското законодателство се дава определение за „финансов сектор”, което е посочено в Закона за допълнителния надзор върху финансовите конгломерати, Допълнителни разпоредби, а именно: „Финансов сектор” е сектор, съставен от едно или повече от следните лица, извършващи дейност в държава членка или в трета държава: а) кредитна институция; б) застраховател, презастраховател; в) инвестиционен посредник или управляващо дружество (сектор за инвестиционни услуги); г) финансов холдинг със смесена дейност.”

<sup>3</sup> Когато е необходимо и изясняването на проблематиката го изисква, се посочват особеностите на отделните компании в контекста на разглеждания въпрос и се прави уточнение с възприетата терминология в българското законодателство и практика.

управлението на самия валутен риск в отделната нефинансова компания. При управлението на валутния риск е необходимо да се отчитат особеностите на всяка една компания (в кой сектор е позиционирана, за кои пазари (вътрешния и/или външния) е ориентирана продукцията и др.), за да могат конкретните действия, които се предприемат да са успешни за нейните резултати.

В резултат на проведените проучвания и направените анализи стана ясно, че след настъпването на глобалната финансова криза компаниите от реалния сектор отделят повече внимание на възможностите за управлението на валутния риск, независимо от наличието на валутен борд.

Докторската теза се основава на анализа на теоретичните постановки за валутния риск и неговите проявления и на проведените проучвания сред компании от реалния сектор, както и на връзката между тях. Анализът и оценката на статистическите данни, базирани на икономическите показатели и колебанията на валутните курсове на националната валута, респективно на единната валута спрямо международните валути, включително и в историческа перспектива, допълнително подкрепят формулираната теза.

### **Методи на изследване**

За постигане на поставената цел и произтичащите от нея задачи в дисертационния труд са използвани системният подход и традиционни научноизследователски подходи: историческият, сравнителният, методът на анализа, методът на наблюдението, методът на анкетата, графичният метод и др.

При методиката на експерименталното изследване е ползван логическият метод за поставяне на задачите и изходните параметри, както и условията при провеждане на изследването. Статистическият и аналитичният методи са водещите при обработката и разглеждането на получените резултати.

### **Теоретична и емпирична основа на изследването**

За теоретична основа на дисертацията са ползвани монографии, трудове и дисертации на български и чуждестранни автори и учени в областите на международната икономика, международните финанси, стратегическото управление, риск мениджмънта, макроикономиката, корпоративните финанси, финансовия и банков мениджмънт. Освен посочените източници в хода на изследването са ползвани и анализи за състоянието на икономиката като цяло и представянето на отделни сектори и компании, както и разработки и годишни доклади на неправителствени организации и международни финансови институции.

За очертаване на пълната картина на докторската теза за управлението на валутния риск в реалния сектор са анализирани и ползвани също различни български и международни нормативни актове, статистическа информация за състоянието на икономиката, на отделни сектори, финансово-отчетни документи, включително и за отражението на риска върху дейността на отделни компании, статии и публикации в икономическите и финансови издания. Проведени са и собствени изследвания и анализи във връзка с управлението на валутния риск в реалния сектор.

## II. Съдържание на дисертационния труд

Структурата на дисертационния труд е следната:

Списък на таблиците

Списък на фигурите

Списък на приложенията

Увод

Глава 1. Валутният риск – същност, видове и динамика в съвременната глобална икономика

1.1. Същност и видове

1.1.1. Същност на валутния риск

1.1.2. Видове валутен риск

1.2. Факторите на валутния риск в контекста на глобализацията на световното стопанство

1.3. Еволюция на Европейската валутна система и проблемът за валутния риск

1.4. Глобалната финансово-икономическа криза – тест за стабилността на европейската валутна система

Изводи

Глава 2. Управление на валутния риск в нефинансовия сектор в България

2.1. Еволюция на валутната система на България в контекста на валутния риск

2.2. Методика на емпиричното изследване

2.3. Входни параметри на изследването

2.3.1. Проблеми при прогнозирането на валутните курсове

2.3.2. Класификация на компаниите от нефинансовия сектор

2.4. Състояние на управлението на валутния риск в реалния сектор

Изводи



## Глава 3. Методика за управлението на валутния риск

### 3.1. Примерна методика за управлението на валутния риск

### 3.2. Анализ на състоянието на компанията

3.2.1. Определяне на целите и процесите в компанията

3.2.2. Идентифициране на видовете валутен риск

3.2.3. Оценка на валутния риск

3.2.4. Стратегии за валутния риск

3.2.5. Предложения за конкретни действия - техники за валутния риск, обвързани в ситуационен план за действие

### 3.3. Прилагане на одобрен план за действие и последващ анализ и действия

Изводи

Заклучение

Литература

Приложения

### **III. Основни акценти в дисертационния труд**

В тази част от автореферата са представени основните моменти в трите глави от дисертационния труд.

#### **Глава 1. Валутният риск – същност, видове и динамика в съвременната глобална икономика**

Управлението на риска е задължително както за намаляване на настоящите и потенциалните бъдещи загуби за компанията, така и за поддържане на нейните конкурентни предимства спрямо съперниците. От друга страна, в условията на криза управлението на риска поставя нови предизвикателства и пред развитието на отделните сектори от икономиката, както и заемането на нови сегменти от пазара след преодоляването на икономическата и финансова криза.

Валутният риск и неговото управление са неразделна част от общия риск в компанията и респективно от управлението на цялостния риск, както и от провежданата корпоративна политика.

По отношение на теоретичния анализ при управлението на валутния риск могат да се открият следните конкретни проблеми, чието изясняване е предмет на първата част от изследването:

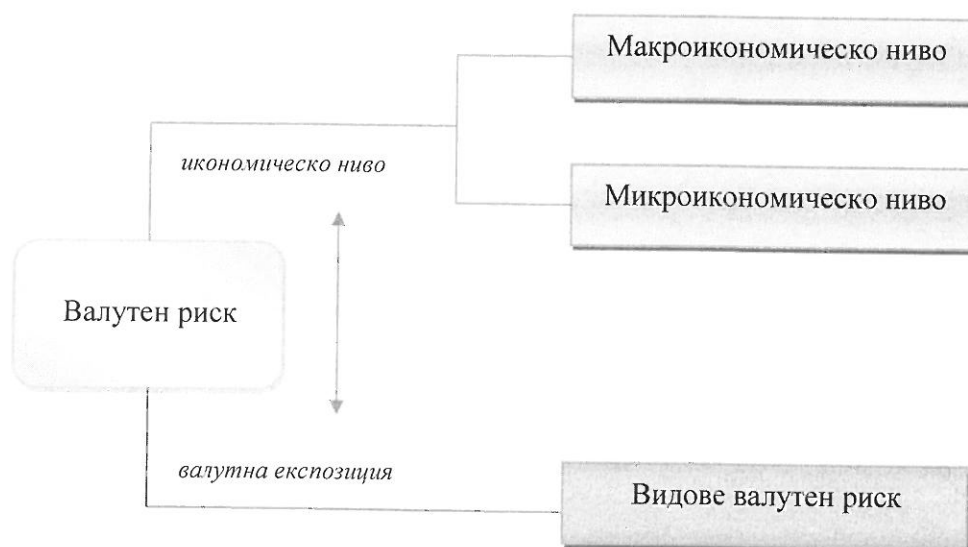
- многообразие на понятията по значение и превод на български език, които е необходимо да бъдат систематизирани и уточнени – обхват и проявления на валутния риск, с цел по-пълния анализ на неговото състояние при нефинансовите компании;
- причини за възникване на валутния риск, които водят до неговото увеличаване или намаляване за компаниите от нефинансовия сектор;
- анализ на външната среда за компаниите в контекста на глобалната икономическа и финансова криза и проблемите пред еврото като резервна валута за България.

Посочените проблеми при разглеждането на въпросите, свързани с управлението на валутния риск, насочват към формирането на хипотеза при разглеждането на теоретичните въпроси. Работната хипотеза, която е водеща за разрешаването на тези проблеми, е че валутният риск има различни проявления, които са в основата на неговото управление за компаниите от нефинансовия сектор (избор на конкретни техники, стратегии и тяхното приложение), особено при динамични промени във външната среда.

В резултат на разглежданите взаимовръзки на отделните понятия и процеси валутният риск от гледна точка на теоретичните постановки можем да разгледаме в два аспекта (фиг. 1), а именно:

- по отношение на икономическото ниво;
- по отношение на валутната експозиция.

**Фигура 1. Проявления на валутния риск**



Валутният риск се проявява както на макроикономическо ниво, така и на микроикономическо. На фигура 2 е представено схематично проявлението на валутния риск според икономическото ниво – макроикономическо и микроикономическо. Не бива да се забравя, че връзката между провежданата икономическа и финансова политика в една страна (макро- ниво) оказва пряко влияние върху средата на компаниите,

както и върху перспективите за тяхното развитие като сектор от икономиката и като отделен стопански субект (микро- ниво).

Фигура 2. Проявление на валутния риск по отношение на икономическото ниво



В зависимост от валутната експозиция можем да разгледаме няколко вида валутен риск, които се проявяват при дейността на компаниите по различен начин.

Необходимо е преди това да уточним, че два са факторите, които определят крайния ефект от измененията на валутните курсове върху валутната експозиция:

- размерът и особеностите на валутната експозиция;
- конкретната промяна на валутния курс, която се отразява на валутната експозиция.

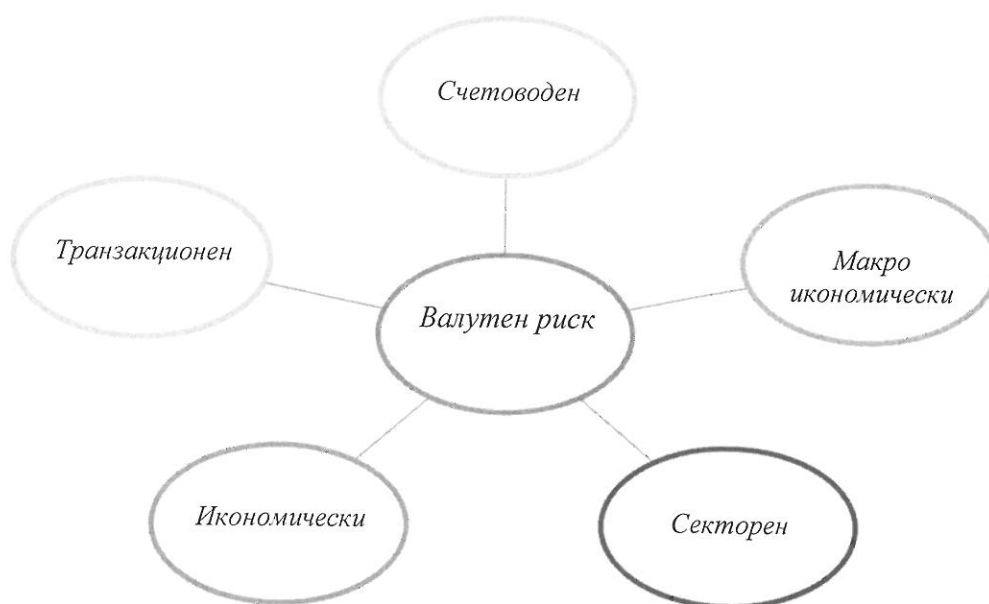
Тези фактори са водещи при анализирането на видовете валутен риск и при начина, по който влияят на активите, пасивите и паричните потоци на компаниите.

В специализираната литература се срещат дефинирани четири вида валутен риск, които в зависимост от целите на авторите могат да се срещнат

под различни наименования. В дисертацията избраните понятия от страна на автора са тези, които най-често се използват при отделните видове валутни експозиции, както на английски, така и на български език (фиг. 3):

- транзакционен валутен риск (transaction exposure);
- счетоводен валутен риск (translation or accounting exposure);
- икономически валутен риск (economic or operating exposure );
- макроикономически риск (macroeconomic exposure).

**Фигура 3. Видове валутен риск**



Посочените видове валутен риск, според нас, не отразяват напълно всички възможни „уязвими“ на влиянието на риска активи, пасиви и парични потоци в компанията. Още повече, че с разрастването на процесите на глобализация при дейността на компаниите се появяват и нови дейности и направления, в които те се развиват. Неразглежданите и незасегнатите до този момент валутни експозиции в посочените видове валутен риск в компаниите се представят чрез секторния валутен риск.

Един от проблемите, свързани с валутния риск, се отнася до причините за неговото възникване, т.е. защо е налице този риск и как на базата на причините могат да се търсят решения за неговото управление.

При дефинирането на отделните проявления на валутния риск по отношение на икономическото ниво (макроикономическо и микроикономическо) ясно се открояха и причините за неговото възникване, а именно колебанията във валутните курсове и преди всичко непредвидимостта на тези промени особено в последните десетилетия, и то от седемдесетте години до днес.

След разпадането на Бретънуудската система и преминаването на повечето валути, участващи активно в международната търговия, към системата на променливи валутни курсове, колебанията на валутните курсове вече се определят от пазарните фактори и средата. Така валутният риск след 1971 г. нараства, като наличие на валутен риск има и по време на и след Първата световна война, когато златният стандарт се разпада.

Колебанията на валутните курсове, които са причина за възникване на валутния риск, в настоящия момент, в резултат на процесите на финансова и икономическа глобализация, са достигнали своята най-висока степен на неопределеност и трудна предвидимост в исторически план. Повечето автори посочват, че определената от А. Тофлър като „трета вълна“ на глобализацията е основната причина за промяната на условията в икономическата среда и „скока“ в развитието на финансовите пазари в това число и на валутния пазар, както и на международната валутна система.

Настоящата глобална финансова-икономическа криза поставя пред сериозни предизвикателства функционирането на „зоната на еврото“, като генерираната дългова криза в някои от страните-членки (Гърция, Италия, Испания, Ирландия, Португалия) допълнително задълбочава тези процеси. Заплахите за стабилността на единната валута и нейното евентуално изчезване от международните пазари създават възможности за увеличаване на валутния риск.

Причините довели до тази дългова криза, която застрашава стабилността на еврото като валута, както и възможностите от увеличаване на валутния риск сред страните-членки на Европейския съюз са следните:

- *конвергенцията в Европейския съюз.* Проблемът, свързан с политиките на сближаване в Европейския съюз (ЕС 27) създава възможност за развитие на „Европа на две скорости“, като в едната група страни са тези, които имат висок жизнен стандарт и икономически показатели, а в другата са страните, които догонват водещите икономики (периферни страни). Това „противопоставяне“ между две крайности в един общ икономически съюз създава дисбаланс при провеждане и прилагане на общите политики на Европейския съюз (търговска, конкурентна и др.) и при формиране на единен субект на международната сцена. Така Европейският съюз трябва да отделя средства за страните в периферията, за да догонят водещите икономики, а от друга страна трябва да се защитава позицията на международните пазари за стабилността на този съюз;
- *критерии за конвергентност в Европейския паричен съюз.* Критериите, заложи в Договора за Европейския съюз (критерий за ценова стабилност, критерий за състоянието на държавния бюджет, критерий за стабилност на валутния курс и лихвен критерий) са ясно дефинирани количествени стойности. Когато една държава-членка на Европейския съюз иска да се присъедини към Европейския паричен съюз трябва да изпълни тези критерии. Но на практика с тяхното изпълнение не се разрешава въпросът с политиките на сближаване между страните-членки. В случай че тези критерии са изпълнени и страна „X“ се присъедини към паричния съюз, няма стриктно изискване за тяхното спазване и след приемане на еврото като официално платежно средство. По данни на Евростат повече от половината държави в еврозоната не изпълняват критериите за ценова стабилност и състояние на държавния бюджет към края на 2010 година.
- *структурни реформи в Европейския съюз.* Забавянето на структурните реформи, които да намалят различията на територията

на Европейския съюз също допринесоха за настоящото състояние. Реално до този момент освен Европейската централна банка нямаше друга институция за действия в защита на еврото, която да действа с икономически средства за това. Останалите институции на Европейския съюз са насочени по-скоро към политическата страна на подобни въпроси (Европейска комисия, Европейски парламент). След настъпването на дълговата криза в Гърция стартираха действията по формирането на Европейския фонд за финансова стабилност и въпреки това стъпките за неговото изграждане и функциониране се забавиха значително (около 1,5 година). Подобни бавни действия в условията на криза (глобална и дългова), която застрашава еврото допълнително водят до риск за стабилността на единната валута и създават възможности за спекулативни атаки на международните пазари.

Тези причини разкриха състоянието на Европейския съюз напълно с настъпването на глобалната икономическа и финансова криза, която стартира през втората половина на 2007 г. в САЩ, а през 2008 г. се пренесе и на европейския континент. Въпреки че бе въпрос на време как споменатите процеси в самия Европейски съюз щяха да излязат наяве, за да бъдат разрешени.

В крайна сметка какво е въздействието на глобалната икономическа и финансова криза и дълговата криза върху еврото и има ли опасност за стабилността на единната валута?

Тези въпроси са особено актуални днес, когато все още няма сигнали за възстановяването на Гърция от дълговата криза и все повече анализатори разглеждат различни варианти за бъдещото развитие на еврозоната<sup>4</sup>. Ето защо са разгледани възможните изходи от дълговата криза в Европа, които

---

<sup>4</sup> Тази част от първа глава на дисертацията засяга актуалните въпроси и проблеми в Европейския съюз в контекста на глобалната финансова криза и дълговата криза в Европа, които се развиват динамично. Необходимо е да се има предвид, че информацията и данните, които са представени тук, са към м. октомври 2011 г.



във втора глава от дисертационния труд са анализирани конкретно за България.

Могат да се обособят следните няколко сценария<sup>5</sup> за перспективите за еврото и еврозоната предвид валутния риск при евентуална промяна на средата (вж. табл. 1):

- Първи сценарий: запазване стабилността на еврозоната;
- Втори сценарий: промяна в състава на страните от еврозоната;
- Трети сценарий: разпадане на еврозоната.

Първият сценарий, свързан със запазване стабилността на еврозоната, е вариантът, при който еврозоната се запазва в настоящия вид като брой държави и като изисквания (критерии за присъединяване към Икономическия и паричен съюз) за приемане във валутната зона.

Безспорно е, че дълговата криза в Европа поставя пред сериозно изпитание стабилността на еврото и на зоната на еврото. Все повече наблюдатели и анализатори на процесите в еврозоната са на мнение, че е време за реструктуриране на външния дълг на Гърция, поради затрудненията, които има тази страна с овладяването на дълговата и икономическата криза. Другият изход за разрешаването на този въпрос е свързан с „вътрешната девалвация“, което означава силно рестриктивна фискална политика от страна на държавата (намаляване на разходната част от държавния бюджет, но и повишаване на данъците), за да се запази еврото.

Проблемите на еврозоната не са само и единствено с посока „Гърция“. Португалия, Ирландия, Испания, Италия също изпитват сериозни затруднения по отношение на своите задължения и икономическа стабилност, което влошава на позициите на еврото на международните пазари.

---

<sup>5</sup> В резултат на дълговата криза в Европа много анализатори, както и неправителствени организации, и финансови институции, разглеждат възможностите за изход от създалата се ситуация. Представените сценарии за развитието на еврозоната са сведени до три от автора, тъй като това са основните изходи за разрешаването на дълговата криза.

Изходите от този първи сценарий за еврозоната са насочени към запазване на зоната като такава, но това е свързано с преодоляване на дълговите кризи в някои от страните (Гърция, Португалия, Италия) и финансово и икономическо стабилизиране на други (Испания, Ирландия).

Таблица 1. Сценарии за стабилността на еврозоната<sup>6</sup>

Сценарии	Състояние на средата в еврозоната	Валутен риск
1 сценарий	Запазване стабилността на еврозоната чрез финансова подкрепа за страните с дългови проблеми и реструктуриране на техния дълг при необходимост	Евротото се запазва като единната валута на Европейския съюз и като основен участник на международните пазари. Валутният риск при страните в еврозоната се елиминира между тях, както и при страните, за които еврото е резервна валута.
2 сценарий	Промяна в състава на страните от еврозоната: 2.1. напускане на еврозоната на страните с дългови проблеми  2.2. напускане на еврозоната на страните, поддържащи до този момент нейната стабилност	2.1. запазване на еврото като единна валута и придържане към сценарий 1;  2.2. при напускане на Германия вероятните възможности за еврото са свързани с разпадане на валутнокурсния механизъм на еврозоната и избор от всяка една държава-членка на Европейския съюз на нов валутнокурсен режим

<sup>6</sup> В резултат на дълговата криза в Европа много анализатори, както и неправителствени организации, и финансови институции, разглеждат възможностите за изход от създалата се ситуация. Представените сценарии за развитието на еврозоната са сведени до три, тъй като според от автора това са основните изходи за разрешаването на дълговата криза що се отнася до валутния риск. За възможните сценарии за развитието на еврозоната може да се разгледат следните източници: European Council on Foreign Relations, <http://ecfr.eu>, PricewaterhouseCoopers, [www.economics.pwc.com](http://www.economics.pwc.com), The Economist, Economist Intelligence Unit, State of the Union – Can the Euro zone survive its debt crisis?, March 2011, pp.7-23.

3 сценарий	Разпадане на еврозоната	Отново към сценарий 2.2., т.е. всяка държава-членка на Европейския съюз избира валутнокурсен режим за своята национална валута. При този сценарий се разглежда и разпадането на Европейския съюз като общност от 27 страни, тъй като са нарушени финансовите правила на действие.
------------	-------------------------	---

Въпросът, който е важен тук е колко дълго ще продължи стабилизирането на еврозоната и дали това няма да се отрази върху позицията на еврото на международните пазари? Поне на този етап поради това, че глобалната икономическа и финансова криза се отрази на повечето икономики в света проблемите, които изпитват страните от еврозоната не се отразява рязко върху курса на еврото спрямо другите водещи валути на международните пазари.

Независимо кой от изброените сценарии за бъдещото на еврозоната ще се реализира, водещите въпроси за разрешаване са свързани с:

- на първо място, бързото разрешаване на дълговата криза в еврозоната чрез отписване или реструктуриране на дълга при проблемните държави или чрез „външна девалвация в страните от еврозоната и в страните извън нея (но в Европейския съюз);
- на второ място, концентриране върху въпросите, свързани с конвергенцията между страните-членки на Европейския съюз от еврозоната и извън нея;
- на трето място, създаване на работещ механизъм за „спасяване на еврото” в подобни кризисни ситуации, и то преди кризите да се настъпили.

## **Глава 2. Управление на валутния риск в нефинансовия сектор в България**

Към настоящия момент действащият в България валутнокурсен режим е валутният борд, чрез който се поддържа фиксиран курс на българския лев към еврото. От гледна точка на валутния риск в условията на фиксиран валутен курс външната среда за компаниите по отношение на българския лев е предвидима. Но световната икономическа криза и дълговата криза в някои от страните от еврозоната поставят въпроси, които са свързани с предвидимостта на външната среда за българските компании. Именно възможностите за развитието на кризите предполагат изготвянето на няколко сценария и отражението им върху българския лев и еврото, респективно върху компаниите.

След пълноправното членство на България в Европейския съюз следващата цел по пътя на интегрирането във финансовата област, което е и последователната официална позиция на българските правителства, е бързото присъединяване на страната към еврозоната. Това е свързано и с изпълнението на критериите за конвергентност в Икономическия и паричен съюз. България към края на 2010 г. изпълнява само две от тези количествени изисквания, а именно стабилност на валутния курс и един от критериите за стабилност на публичните финанси (13.7% от БВП при изискване 60% от БВП), докато останалите три не са изпълнени.

Така възможните сценарии за развитие на еврозоната, разгледани в първа глава и обобщени в таблица 1, могат да се приложат и към България, за да се види какво е отражението върху средата и въздействието върху валутния риск при компаниите. В таблица 2 са представени трите сценария за развитие на еврозоната и валутния риск при компаниите в резултат на това.

Таблица 2. Сценарии за стабилността на еврозоната и отражението върху валутния риск в компаниите

Сценарий	Състояние на средата в еврозоната	Състояние на средата в България	Валутен риск в българските компании
<i>1 сценарий</i>	Запазване стабилността на еврозоната чрез финансова подкрепа за страните с дългови проблеми и реструктуриране на техния дълг при необходимост	1.1. запазване на валутния борд и продължаване на насоката за изпълнение на критериите от Маастрихт за приемане в еврозоната  1.2. възстановяване на плаващ валутнокурсен режим	1.1. планиране дейността на компанията по идентичен начин както до момента – наличие на индиректен макроикономически валутен риск спрямо еврото и валутен риск при останалите валути според валутния курс към еврото. Съобразяване с промените, резултат от глобалната икономическа криза  1.2. промяна в условията на средата и по-стриктно управление на валутния риск
<i>2 сценарий</i>	Промяна в състава на страните от еврозоната: 2.1. напускане на еврозоната на страните с дългови проблеми  2.2. напускане на еврозоната на страните, поддържащи до този момент нейната	2.1. запазване на валутния борд при стабилност на еврозоната  2.2. при напускане на Германия вероятно за възможности за страната – запазване	2.1. валутният риск се проявява по идентичен начин както при първия сценарий (1.1.)  2.2. промяна в условията на средата и необходимост от по-стриктно управление на

	стабилност	на фиксиран валутнокурсен режим към германската марка или преминаване към плаващ валутнокурсен режим	валутния риск в компаниите. При плаващ валутен курс пряко влияние на валутния риск върху дейността на компаниите.
<i>3 сценарий</i>	Разпадане на еврозоната	3.1. запазване на валутния борд като резервна валута е германската марка  3.2. промяна на валутнокурсния режим – преминаване към плаващ валутен курс	3.1. промяна в условията на средата и необходимост от по-стриктно управление на валутния риск в компаниите и следене на реакциите на международните пазари – макроикономически валутен риск  3.2. пряко влияние на валутния риск върху компаниите

Трите сценария, които се отнасят за бъдещото развитие на еврозоната, реално се свеждат до два възможни изхода за България, а именно – избор между фиксиран (на основата на валутен борд) и плаващ валутнокурсен режим. Решението за това кой режим да бъде предпочетен е свързан с перспективите пред еврозоната. Ако възстановяването на еврозоната е по-продължително (т.е. има повече думи, отколкото действия), то валутният борд като валутнокурсен режим е добре да се прецени докога да съществува. Още повече, че приемането в еврозоната ще изисква средства от страните-

членки за Европейския фонд за финансова стабилност, които България също трябва да предвиди.

От друга страна, плаващият валутнокурсен режим дава възможност за конкурентоспособност на българските компании чрез прилагането на външна девалвация.

Независимо от това кой от разгледаните сценарии ще се приложи на практика, при развиващата се дългова криза в еврозоната и за България е важно компаниите да не подценяват валутния риск при своята дейност и да са запознати с промените във външната среда, за да могат адекватно да управляват различните проявления на валутния риск.

Разгледаните особености на валутния риск, както и причините за неговото възникване, дават основание да се твърди, че управлението на валутния риск е свързано с един ясно очертан проблем, а именно прогнозирането на валутните курсове. От друга страна, дълговата криза и възможността да се промени външната среда за компаниите чрез прилагане на някои от разгледаните сценарии, изправя компаниите пред други проблеми, които е необходимо да бъдат дефинирани и към тях да бъдат насочени усилията за управлението на риска в компанията.

Конкретните въпроси, към които е насочена тази част от изследването, са формулирани с цел изясняване на проблемите на компаниите в България по отношение на валутния риск:

- поради колебанията на валутните курсове и възможността за възникване на валутен риск, важно място за компаниите заема прогнозирането на валутните курсове;
- за уточняване на актуалните проблеми пред компаниите от нефинансовия сектор в България по отношение на валутния риск е проведено изследване.

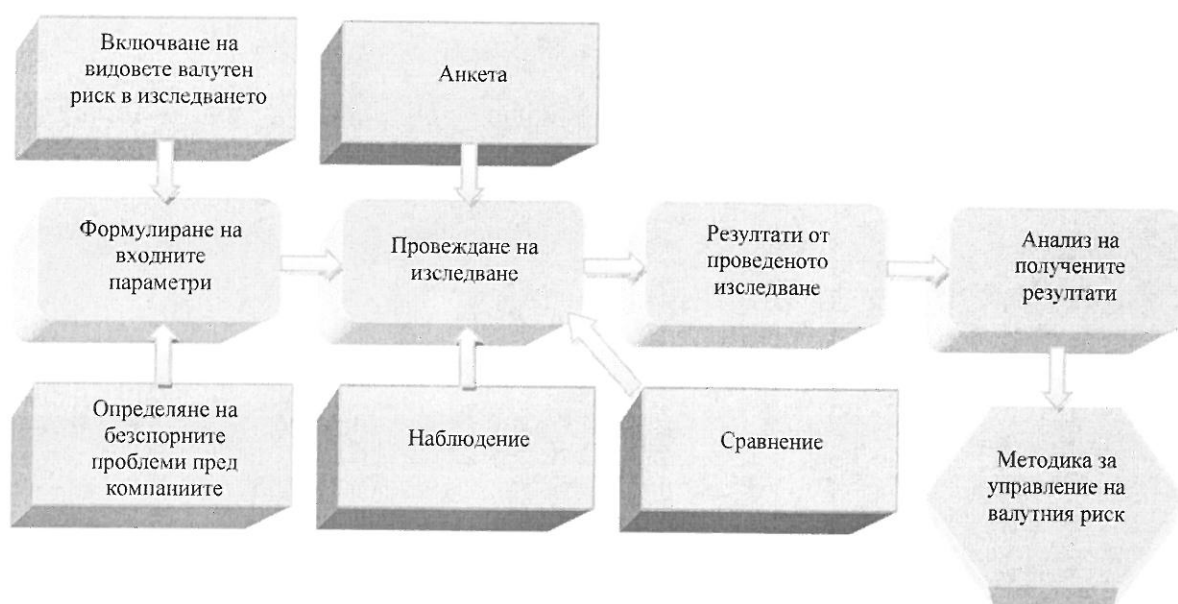
Работната хипотеза е, че за компаниите от реалния сектор в България валутният риск оказва влияние при осъществяването на тяхната дейност, както пряко (при валутни експозиции в различна от еврото валута), така и

косвено (индиректно, чрез отражението на колебанията на курса на еврото върху тяхната дейност).

В проведеното изследване са поставени теоретични и практически въпроси, които се разглеждат освен поотделно и като взаимосвързани елементи в процеса на управление на риска. Целта на практическото проучване е диагностициране на проблемите пред компаниите от реалния сектор в страната, свързани с валутния риск. Така чрез инструментите на методиката за управление на валутния риск се акцентира върху конкретните проблеми и чувствителни области за компаниите.

За определяне на проблемите пред компаниите от реалния сектор в България е разработена в логическа последователност методиката на емпиричното изследване, схематично представена на фиг. 4.

**Фигура 4. Схематично представяне на методиката на емпиричното изследване**



Определянето на входните параметри на емпиричното изследване е първата стъпка към определянето на процеса на изследване. Ето защо особеностите и проблемите при този първи етап са разгледани детайлно.

Методите за провеждане на емпиричното изследване са няколко, а именно анкета под формата на въпроси от затворен и полузатворен тип,



както и осъществяване на пряко наблюдение на дейността на някои от компаниите, свързана с управлението на риска. Освен анкетата и наблюдението, третият основен метод е сравнението.

По отношение на методиката на емпиричното изследване могат да бъдат направени следните изводи:

- предварителните наблюдения и анализи на реалния сектор в страната се потвърдиха от проведеното анкетно проучване. В повечето случаи липсата на методика за управлението на валутния риск е основната причина за наличието на риск в компаниите;
- наличието на валутен борд и преобладаващата дейност на компаниите, която се извършва в евро, създава впечатлението при повечето компании, че валутен риск в България не съществува. На практика това не е така, още повече по отношение на перспективата за присъединяване към еврозоната на страната в средносрочен план;
- управлението на риска в компаниите е процес, при който управленският екип е необходимо да взема решения при всяка промяна на пазарните условия. В България това се прави в повечето случаи след като промените са факт. Това от своя страна затруднява предприемането на превантивни мерки за управлението на риска или най-малко планиране на възможните сценарии за реакция в подобни ситуации.
- ако трябва да се насочи вниманието към условията в страната, то разгледаните перспективи пред валутния борд дават възможност за извеждане на възможните сценарии пред компаниите от нефинансовия сектор за проявлението на валутния риск.
- валутният борд в страната гарантира стабилност на валутния курс, а оттам предвидимост на валутния риск за компаниите от нефинансовия сектор към настоящия момент. Наличие на

валутен риск е налице по отношение на резервната валута – еврото, както и спрямо позициите на еврото на международните пазари.

### **Глава 3. Методика за управлението на валутния риск**

В резултат на разгледаната същност на валутния риск, видовете валутен риск, както и силните и слабите страни при управлението на този риск в страната, в трета глава е предложена примерна методика за управлението на валутния риск за компания от нефинансовия сектор. Необходимо е да се има предвид, че това е обща методика, която при отчитане характерните особености на всеки един от секторите в икономиката и съответно на отделната компания, може да се приложи при управлението на риска в компаниите.

Процесът на управление на валутния риск в нефинансовия сектор, може да се разгледа чрез няколко последователни етапа:

- анализ на състоянието в компанията (определяне на целите и процесите в компанията, общото позициониране на компанията в съответния сектор и пазарна ниша, установяване на видовете валутен риск, които се проявяват в компанията или които са в по-голяма степен изразени транзакционен, счетоводен, икономически, макроикономически, секторен; оценка на валутния риск, предложения за конкретни действия);
- прилагане на план за действие (предложените конкретни действия, систематизирани в план за действие на компанията се прилагат);
- последващи анализи и действия (непрекъснат мониторинг на промените в средата и актуализиране на плана за действие, последваща оценка и анализ на резултатите от приложения план).

Тъй като управлението на риска е динамичен процес, върху който отражение имат както вътрешни, така и външни фактори за компанията, на

всеки един от етапите се извършва мониторинг и актуализиране на данните и политиките. Това несъмнено води до промени в начина на провеждане на предварителния анализ за риска, както и на конкретните действия. Освен това ако се установи, че до този момент подобен анализ в компанията е изготвян, е възможно преминаване на някоя от следващите стъпки от първия етап на тази методика.

На фигура 5 е представена схематично методиката за управление на валутния риск, която се състои от три основни етапа. Всеки един от тези етапи включва последователни „стъпки“, които описват действията на управленският екип на компанията за конкретния етап.

По своята същност първият етап от управлението на валутния риск има за цел да се идентифицират активите, пасивите и паричните потоци, които са изложени на влиянието на валутния риск, както и размера на валутната експозиция. Определянето на целите и процесите в компанията се включва при изготвяне на корпоративната стратегия, където ясно са описани приоритетите за период от поне три години. В резултат на разглеждането на валутния риск и етапите от този процес е възможно да бъдат коригирани някои от целите и процесите в компанията.

Друг важен момент е уточняване на продължителността на „съществуване“ на валутната експозиция, т.е. за какъв период от време при идентифицираните активи, пасиви и потоци на компанията има наличие на валутен риск – инцидентно (само при реализирането на някои сделки) или постоянно (като част от нейната оперативна дейност).

Отново в рамките на първия етап се разглежда и анализира изборът на стратегията, която компанията ще прилага, както и наборът от вътрешни и външни техники. Освен бъдещите стратегии и техники, които компанията ще използва при управлението на валутния риск, е необходимо да се прави и подробен анализ на използваните до този момент механизми за намаляване въздействието на този риск.

Не на последно място при анализа на състоянието на компанията по отношение на валутния риск се отделя място и на оценката на риска. Целта на оценката на риска е чрез математически модели и поставянето на граници за действието на риска да се представи отражението на валутния риск върху компанията. Обикновено се разглеждат възможните граници, до които компанията може да понесе настъпването на негативни последици за нейната дейност и бъдещо развитие.

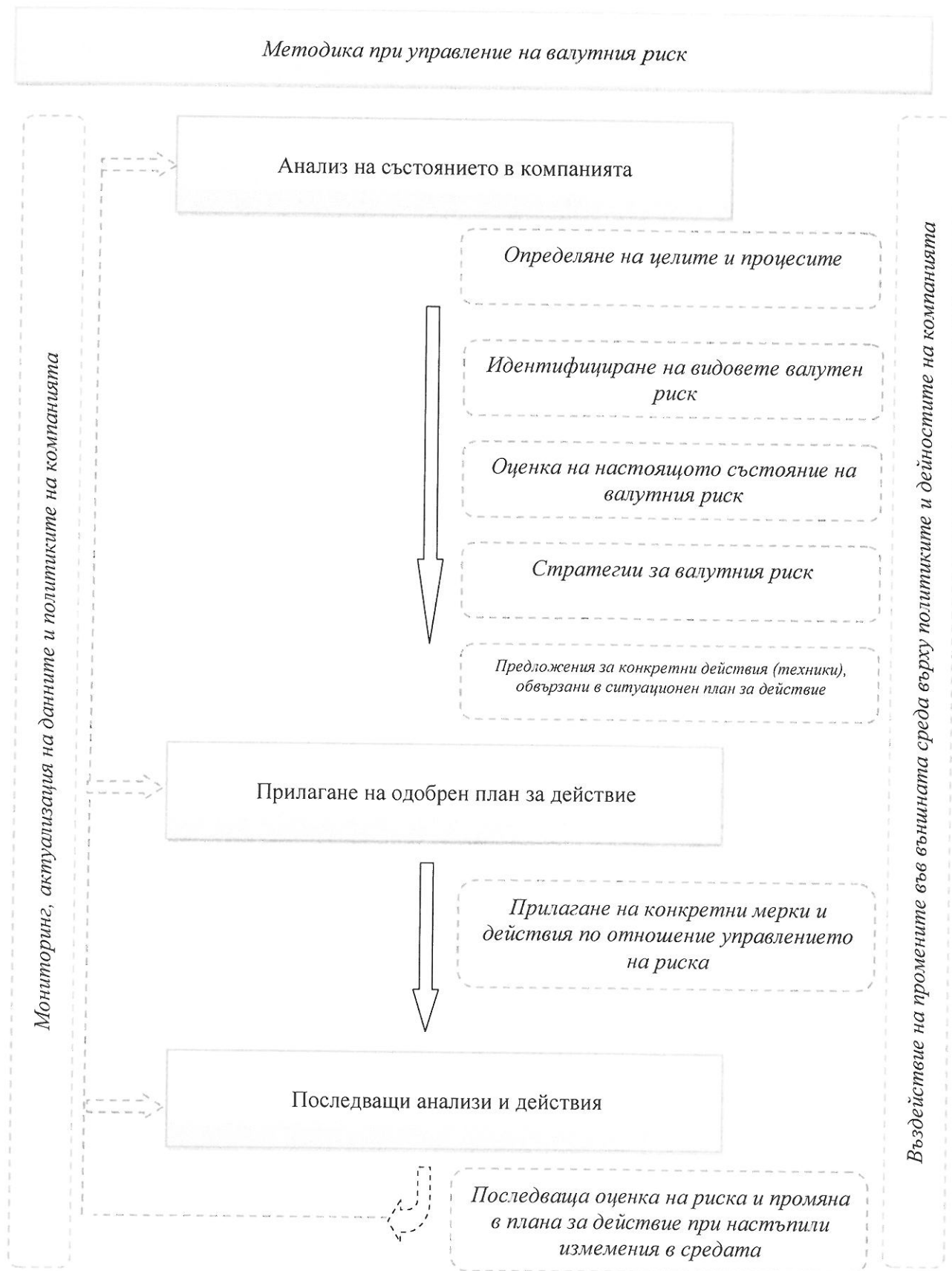
В края на първия етап се очаква да се изработи примерен план за действие, който да се приложи при управлението на валутния риск.

При втория етап, представен в методиката за управлението на валутния риск, се очаква прилагане на одобрения от управленския екип план за действие. В рамките на плана е необходимо да се определят конкретните препоръчителни и последователни действия и стъпки, които да се предприемат от страна на компанията, като е разписан и времевият график за това. При изготвянето на плана за действие е добре да бъдат включени и сценарии за непредвидени промени в средата за компанията – вътрешни и външни.

Целта на подобен план за действие е да се наблюдава нивото на валутния риск в компанията и когато корпоративната стратегия е свързана с активното управление на риска, включително увеличаване на валутнорисковите експозиции, то информацията за възможните сценарии и конкретни предложения, подпомагащи вземането на решение да е налична.

При третият етап от плана за действие се извършват последващи действия и анализи, чиято цел е да се прецени до каква степен прилагането на методиката е подобрило резултатите на компанията. Така, в случай че са настъпили изменения във външната и вътрешната среда и не са били отразени своевременно, могат да се отчетат и да се промени планът за действие.

Фигура 5. Схематично представяне на методиката на управлението на риска



За откриване на силните и слабите страни на компанията при управлението на валутния риск може да се приложи сравнителният анализ на състоянието в компанията преди и след прилагането на методиката.

Тъй като управлението на валутния риск е процес и е възможно да настъпят промени, които да се отразят на представените етапи, във всеки един от тях е възможно да се направи корекция на приетия план за действие. Така се гарантира и неговата актуалност и прецизност при управлението на валутния риск в дадена компания.

Предвид невъзможността да бъдат планирани всички възможни фактори, които оказват влияние върху развитието на даден сектор и съответно колебанията на валутните курсове, при разглеждането на управлението на валутния риск се представят и анализират най-малко три основни варианта (или още сценария) за евентуалното въздействие на промените върху компанията: песимистичен, оптимистичен и реалистичен. При прогнозирането на всеки един от тях се задават стойности, първоначално близки до най-възможно вероятните, като след това тези стойности се намаляват с определен процент (при изготвяне на песимистичния сценарий) или се завишават (при оптимистичния вариант).

### **Заключение**

Анализът на събраните данни в рамките на дисертационното изследване и направените изводи по отношение на основните задачи доказват основната теза на работата, че *управлението на валутния риск в нефинансовия сектор, респективно във всяка една нефинансова компания, се влияе от макроикономическата среда. Така възникването и разгръщането на всяка нова криза (в момента действащите глобална финансова криза и дълговата криза в Европа) поставя на дневен ред необходимостта от повишаване ефективността в управлението на риска в компаниите.*

*За да се пристъпи към управлението на риска, е необходимо да се идентифицират неговите проявления и видове. Валутният риск се проявява*

*на макроикономическо и микроикономическо нива по различен начин, като те взаимно си влияят. Отчитайки това при компаниите от нефинансовия сектор валутният риск може да се разгледа чрез няколко вида риск – транзакционен, счетоводен, икономически, макроикономически и секторен. Така чрез разглеждане на взаимовръзката между отделните проявления и видове на валутния риск може да се пристъпи към управлението на самия валутен риск в отделната нефинансова компания. При управлението на валутния риск е необходимо да се отчитат особеностите на всяка една компания (в кой сектор е позиционирана, на какви пазари е ориентирана продукцията и др.), за да могат конкретните действия, които се предприемат да са успешни за нейните резултати.*

В резултат на изследването бяха формулирани проблемите пред българските компании от реалния сектор, свързани с управлението на валутния риск и методиката за управлението на валутния риск. Освен това пренебрегването на валутния риск поради наличието на валутен борд в страната, както доказва проучването, води до увеличаване на интереса към управлението на риска в условията на криза.

## IV. Приносни моменти в дисертационния труд

В резултат на проведеното изследване могат да бъдат посочени следните конкретни приносни моменти, които могат да се структурират в сферата на науката и такива с практическоприложна значимост.

### *Теоретични приноси*

- уточняване и допълване на понятийния апарат в областта на управлението на валутния риск;
- извеждане на специфични проявления на валутния риск при отделните сектори (отрасли) от икономиката, които не са достатъчно изследвани до този момент;
- анализиране на перспективите пред развитието на системата на валутен борд в България в контекста на глобалната финансова криза и европейската дългова криза и процесите на глобализация;
- анализиране и систематизиране на процесите, влияещи върху валутния риск при отделните видове нефинансови компании (представени в дисертацията според два основни критерия – оборот на компаниите и експортна ориентираност) и диагностициране на възможните слабости при неговото управление;
- разработване на примерна методика за управлението на валутния риск с цел намаляване неговото негативно въздействие върху дейността на компаниите от реалния сектор.

### *Практико-приложни приноси*

- анализиране състоянието на валутния риск и неговото управление в компаниите от нефинансовия сектор в страната, осъществено на базата на проведено емпирично изследване;



- в контекста на проблемите пред еврозоната разработване на примерни сценарии за компаниите при промените във външната за тях среда;
- представяне на конкретни препоръки към компаниите от реалния сектор в резултат на разработената примерна методика.

## **V. Списък на публикациите по темата на дисертационния труд**

1. Foreign Exchange Risk Management in Bulgarian Companies. University of Economics – Varna, Publishing House “Science and Economics”, 2008, pp. 41-50.
2. Валутният риск и неговото управление в условията на финансова глобализация. научна студия, в съавторство, Годишник на Висшето училище по застраховане и финанси, София, 2008, с.47-79.
3. Управлението на валутния риск като част от корпоративната стратегия. – В: Съвременни управленски практики VI, Бургаски свободен университет, 2009, с. 200-208.
4. Управление на валутния риск в нефинансовия сектор по време на криза. – В: сб. „Корпоративните финанси – днес и утре”, Нов български университет, 2010, с. 315-325.
5. Особености при дефиниране на валутния риск. – В: сп. „Диалог” на СА „Д.А. Ценов”, гр. Свищов, кн. 1, март 2011, с. 1-43.
6. Управление на валутния риск в българските компании. – В: сб. доклади от международна конференция „Корпоративните финанси днес и утре”, 12-13 септември 2011 г., Нов български университет, гр. София, с. 262-269.
7. Технически анализ. – В: Глобални пари и финанси, Нов български университет 2011 г., с. 231-278.
8. Българските компании и еврото – проблеми и перспективи. – В: сб. доклади от Седмата международна научна конференция на младите научни работници „Икономиката на България – пътят към еврото”, Университет за национално и световно стопанство, гр. София, 18 октомври 2011 г., под печат, 8 с.