

# ВЛИЯНИЕ НА ПРЕКИТЕ ЧУЖДЕСТРАННИ ИНВЕСТИЦИИ ВЪРХУ КОРПОРАТИВНИЯ ФИНАНСОВ МЕНИДЖМЪНТ

## THE IMPACT OF THE FOREIGN DIRECT INVESTMENTS ON CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT

гл.ас. д-р Ирена Николова, Нов български университет

Chief Assist. Prof. Irena Nikolova, PhD, New Bulgarian University

Анотация. Преките чуждестранни инвестиции са входящите парични потоци в една икономика, даващи ѝ възможност да генерира ръст както в условията на криза, така и при възход. Влиянието на преките чуждестранни инвестиции при отделните предприятия се разглежда в две посоки: на капитала и на дейността (производството). Целта на настоящия доклад е да се разгледа и анализира ефектът от преките чуждестранни инвестиции върху дейността на предприятията и финансовото управление.

Abstract: Foreign direct investments are the cash inflows in an economy and thus it generates growth in times of crisis and upward development. The impact of the foreign direct investments on companies is reviewed in two ways: the capital of the company and the activities (production) of the company. The purpose of the present report is to review and analyze the impact of the foreign direct investments on the activities and the financial management of the company.

*Key words: foreign direct investments (FDIs), investments, corporate financial management*

*JEL code: F30, G34*

Възможностите за развитие на малките отворени икономики, към които се отнася и българската, се свеждат до три основни, а именно: преки чуждестранни инвестиции, собствени средства, налични в икономиката, и усвояване на средства по фондовете и програмите на Европейския съюз.<sup>1</sup> Това са източниците на „свеж ресурс“ за икономиката и предприятията, на които те могат да разчитат.

Акцентът от трите изброени източници в доклада е поставен върху преките чуждестранни инвестиции. Те допринасят за трансфера на технологии и прилагане на иновации от чужди икономики към местната. Така се дава възможност за развитие на местната икономика и изграждане на конкурентни предимства спрямо останалите участници в световната търговия и финанси.

Именно чрез финансиране на дейността на предприятията в страната бе възможно развитието на икономиката, и в частност на отделните предприятия. Разбира се, не може да се постави общ знаменател за всички инвестиции, тъй като съществуват успешни примери във всяка една държава, включително и в България, но има и не

---

<sup>1</sup> Третата възможност е налице за икономиките, които са част от Европейския съюз.

толкова сполучливи опити за добро финансово управление в предприятията чрез включването на преки инвестиции. Разглеждането на връзката между преките чуждестранни инвестиции и корпоративния финансов мениджмънт е целта на настоящия доклад.

В първата част на доклада се представя състоянието на преките чуждестранни инвестиции в България за периода 2001-2012 г., като чрез разглеждане на тяхната структура и представяне по сектори от икономиката се анализират тенденциите в развитието на отделни сектори.

Във втората част на доклада се представя връзката между преките чуждестранни инвестиции и финансовото управление на фирмено ниво в България. В тази част се анализират секторите от икономиката, при които преките чуждестранни инвестиции през последните години преобладават.

Данните, ползвани в доклада са на Конференцията на ООН за търговия и развитие (УНКТАД), Статистическата служба на Европейския съюз (Евростат), Националния статистически институт (НСИ) и Българската народна банка (БНБ). Обхватът на анализа включва водещите сектори на българската икономика, които имат по-голям принос за ръста на БВП. Но при разглеждането на тези сектори не се пренебрегват и останалите, които имат отношение към развитието на икономиката на страната.

Освен директните източници на статистическа информация, за изготвяне на доклада са ползвани и анализи, представени в Световния доклад за инвестициите, Докладите на Европейската комисия за икономическото състояние на страните-членки и Европейския съюз. Не на последно място са разгледани и научни публикации на автори в областта на инвестициите, посочени в изложението на доклада.

Важно е да се отбележи, че за доклада се разглеждат само преките чуждестранни инвестиции, като се възприема дефиницията представена от Организацията за икономическо сътрудничество и развитие [OECD, 1], ползвана и от Международния валутен фонд [IMF, 2]. Като пряка чуждестранна инвестиция се определя тази трансгранична инвестиция от резидент на една икономика (пряк инвеститор), чрез която се създават дългосрочни взаимоотношения с предприятие-резидент на друга икономика (пряко инвестиционно предприятие)<sup>2</sup>.

В българското законодателство въпросите за инвестициите, както и предпоченциите за различните класове инвеститори са уредени в Закона за насърчаване на инвестициите [ЗНИ, 4] и Правилника за прилагане на Закона за насърчаване на инвестициите [ППЗНИ, 5]. В европейското законодателство въпросите за инвестициите са представени в Регламент №800/2008, приет на 6 август 2008 г., като изискванията, посочени в него са транспонирани и в българското законодателство.

Българската народна банка съставя и отчита преките чуждестранни инвестиции съгласно международните стандарти на Международния валутен фонд, Евростат и Европейската централна банка. Дефиницията, възприета от Българската народна банка и представената в настоящия доклад не се различават.

При дългосрочните взаимоотношения между чуждестранния инвеститор и местното предприятие се предполага значителна степен на влияние на инвеститора при управлението на местното предприятие. Освен това тези отношения могат да се свързват с увеличаване или намаляване на задълженията на местното предприятие към

---

<sup>2</sup> Понятията „пряк инвеститор” и „пряко инвестиционно предприятие” се използват като термини от Българската народна банка [БНБ, 3].

инвеститора, както и с увеличаване и намаляване на вземанията на предприятието от инвеститора.

Приема се, че размерът на преките чуждестранни инвестиции в едно предприятие трябва да е равно или да е над 10% от капитала на дружеството. При отчитането на преките чуждестранни инвестиции се включва освен първоначалната транзакция, която е в основата на отношенията между двете страни, така и всички последващи дейности между тях.

Всъщност преките чуждестранни инвестиции могат да се разглеждат като поток и като запас [UNCTAD, 6]. Потоците от ПЧИ представляват капитал, осигурен чрез пряка инвестиция от чуждестранния инвеститор или свързано предприятие в местно предприятие. Запасът от ПЧИ е стойността на акцията (капитал, резерви, вкл. неразпределена печалба), дължащ се на компанията-майка и включва задължениостта и на нейните филиали.

Предмет на разглеждане са само потоците от преки чуждестранни инвестиции в страната. Съществуват различни класификации на инвестициите, но по-важните от тях включват тяхното разглеждане според начина на постъпление на средствата в местното предприятие, както и начина на упражняване на контрол в дейността.

Според начина на постъпление на средствата в дейността на предприятието [Стойков, Момчев, 7] потоците от преки чуждестранни инвестиции могат да се разделят на:

- *дялов капитал* – когато чуждестранният инвеститор купува акции на местно предприятие;
- *реинвестирана печалба* – когато чуждестранният инвеститор не получава под формата на дивиденди годишната печалба на местното предприятие. Печалбата на дружеството се използва за увеличаване на капитала.
- *вътрешни заеми или дългови сделки под формата на вътрешен дълг*<sup>3</sup> – когато местното предприятие получава краткосрочен или дългосрочен заем директно от компанията-майка на чуждестранния инвеститор.

Според начина на упражняване на контрол или влияние в местното предприятие от страна на чуждестранния инвеститор се различават две основни групи инвестиции [IMF, 8]:

- *непосредствени преки чуждестранни инвестиции* – когато чуждестранният инвеститор притежава участие в размер на 10 % или повече от правото на глас в местното предприятие. За контрол в местното предприятие може да се говори, ако чуждестранният инвеститор притежава 50% от правото на глас, а за значително влияние в случаите, когато правото на глас е между 10% и 50%.
- *косвени преки чуждестранни инвестиции* – когато отношенията между местното предприятие и чуждестранния инвеститор възникват в резултат на участието на трето лице (предприятие) в местното предприятие. Така контролът и влиянието при управлението на местното предприятие е непряко/ косвено.

Друг важен момент при разглеждането на преките чуждестранни инвестиции е начинът, по който те се привличат за една икономика. Определят се следните ключови

---

<sup>3</sup> В статистическите данни този поток от преки чуждестранни инвестиции се представя като „друг капитал“.

фактори: размер на пазара, цена на кредита, размер на заплатите, степен на развитие на двустранната търговия със стоки и услуги, риск в страната, валутен курс, географско разположение, културни различия. Всеки един от тези фактори е определящ за чуждестранния инвеститор при решение коя страна да предпочете за своя крайна цел за инвестиции.

Не на последно място трябва да се отчита и показателят за бизнес средата в една икономика, чрез който всеки инвеститор може да се ориентира за възвращаемостта на първоначално направените инвестиции.

Още един въпрос е важен при разглеждането и анализирането на преките чуждестранни инвестиции на местно ниво, а именно състоянието и тенденциите на инвестициите в глобалната икономика. Обикновено се отчита положителен ефект от наличието на инвестиции в една икономика и възможностите, които те предоставят за нейното развитие. Но освен това има и критици по отношение на влиянието на инвестициите върху икономиките, особено на малките отворени икономики, към които се отнася и българската. Критиките са насочени преди всичко към международните компании (транснационални и мултинационални), които могат да „прехвърлят“ своите инвестиции в друга държава в случай че се промени бизнес средата в местната икономика. Така ефектът от инвестициите в тази страна се променя и се наблюдава отлив, и то за кратък период от време.

### **1. Преки чуждестранни инвестиции в България**

Анализът на преките чуждестранни инвестиции е свързан с международната среда и условията за тяхното привличане.

Така по отношение състоянието на инвестициите в света по данни на УНКТАД [UNCTAD, 9] през първата половина на 2013 г. преките чуждестранни инвестиции в света достигнаха размер от 745 млрд. щ.д. в сравнение със същия период през 2012 г., когато те са били 718 млрд щ.д. или приблизително има около 3.8% ръст до м. юни 2013 година.

Някои основни тенденции относно състоянието на инвестициите в света се запазват през последните няколко години и те са следните:

- инвестициите в развитите страни продължават да намаляват докато тези в развиващите се страни и икономиките в преход се повишават;
- трансграничните сливания и придобивания, както и неразпределената печалба в чуждестранните филиали са основният фактор за ръста на преките чуждестранни инвестиции в глобалната икономика отколкото инвестициите „на зелено“ (т.е. инвестициите в стартиращи производствени дейности);
- ръстът на инвестициите се дължи в значителна част на инвестициите на международните компании, като за последната година това са няколко големи сделки, отнасящи се към сливанията и придобиванията.

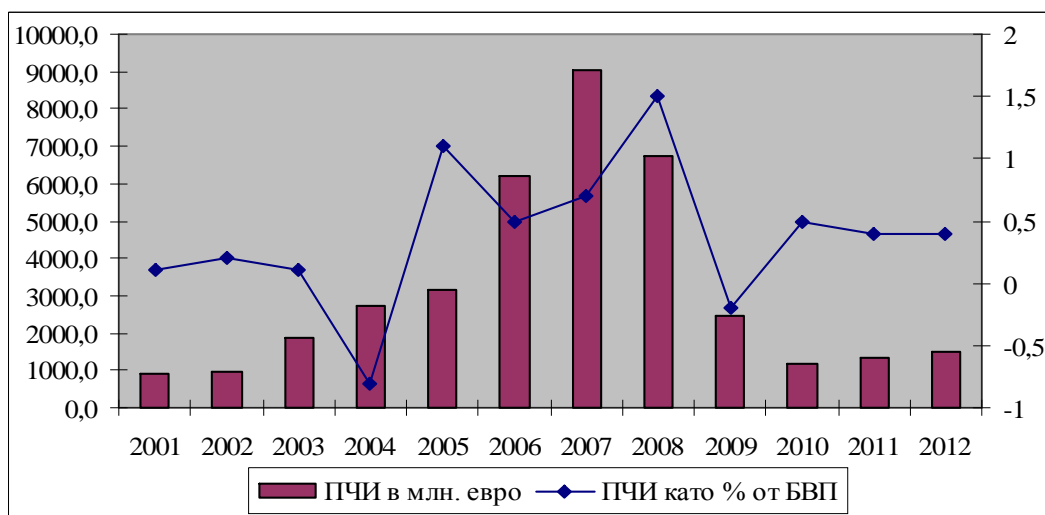
Що се отнася до състоянието на средата и условията за инвестиции в Европейския съюз, по данни на Европейската комисия [ЕС, 10] икономиката като цяло в Европейския съюз се възстановява постепенно от кризата, а за Евророната очакванията са за възстановяване още през втората половина на 2013 г. и ръст през 2014 година.

Как се отразяват тези тенденции в световната икономика и средата в Европа върху преките чуждестранни инвестиции в България?

Инвестициите в България, както и във всяка една друга държава, дават възможност за развитие на местното предприятие. За периода 2001-2012 г.

чуждестранните инвестиции в страната променят своя обем и приоритетни сектори, към които са насочени (фиг. 1). Но това не променя факта, че те са свеж ресурс за развитието на икономиката през тези години. Така например през 2001 г. размерът на ПЧИ около 903 млн. евро, а през 2007 г. е достигнат пикът на инвестициите от малко над 9 млрд. евро (9 051.8 млн. евро). Към 2012 г. те са 1 480.5 млн. евро. На фиг. 1 е представен и размерът на инвестициите спрямо БВП на страната.

**Фигура 1. Преки чуждестранни инвестиции в България, 2001-2012 г.**



*Източник: БНБ [БНБ, 11], Евростат [Eurostat, 12]*

Разглежданият период в доклада може да се раздели условно на две: 2001-2007 г. и 2008-2012 г. предвид на постигнатия пик в инвестициите и последвалия спад след 2007 година.

За периода 2001-2007 г. има ясно изразен ръст на инвестициите, дължащ се на няколко основни фактора:

- глобалната икономика се намира в растеж през този период и чуждестранните инвеститори са склонни да насочат своите спестявания към нововъзникващите пазари в Европа, включително и в България. Законодателството в областта на инвестициите се променя с оглед на присъединяването към Европейския съюз и развитието на икономиката на страната;<sup>4</sup>
- в икономиката на България през този период има все още непреструктурирани предприятия с държавно и общинско участие (мажоритарно и миноритарно), които са предложени за приватизация. Така една част от общия поток преки чуждестранни инвестиции, предимно под формата на дялов капитал (според начина на постъпление на капитала в дружеството), е от формиран от продажбата на държавния или общинския дял на местните предприятия;

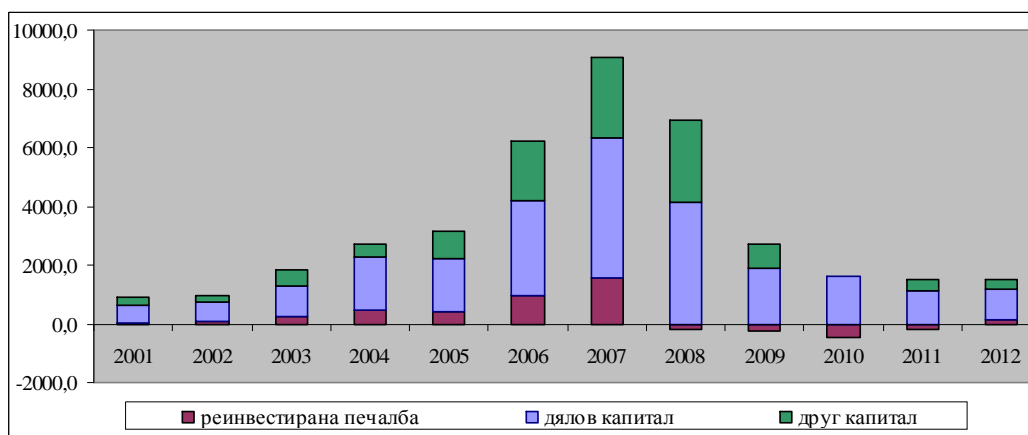
<sup>4</sup> През 2004 г. се приема Законът за насърчаване на инвестициите, който заменя действащия дотогава Закон за чуждестранните инвестиции. Така инвеститорите не се делят на „български“ и „чуждестранни“, а вече се разглеждат общо като инвеститори в страната и в зависимост от размера на направената инвестиция се предоставят преференции от страна на държавата.

- освен инвестициите „на зелено“, включени в потока от преки чуждестранни инвестиции като дялов капитал, се увеличават и инвестициите от вътрешни заеми и реинвестирана печалба, което се дължи и на развитието на икономиката на страната (фиг. 2 ).

През 2007 г. България стана пълноправен член на Европейския съюз, а и това е годината, през която стартира глобалната финансова и икономическа криза, отразила се в страната през 2008 г. Влиянието на кризата и рецесията в страните-членки на Европейския съюз се отрази на бизнес средата в България и възможността за привличане на преки инвестиции през следващите години.

Потоъкът от инвестиции под формата на реинвестираната печалба намаля значително, като за повечето години потокът е отрицателен. Вътрешните заеми между местните предприятия и компаниите-майки за чуждестранния инвеститор също намаляха и дори има изтичане на средства от страната по този показател за годините от 2008 г. до 2011 г. включително.

**Фигура 2. Разпределение на инвестициите според начина на постъпление в местните предприятия, 2001-2012 г. (в млн. евро)**



*Източник: БНБ [БНБ, 11]*

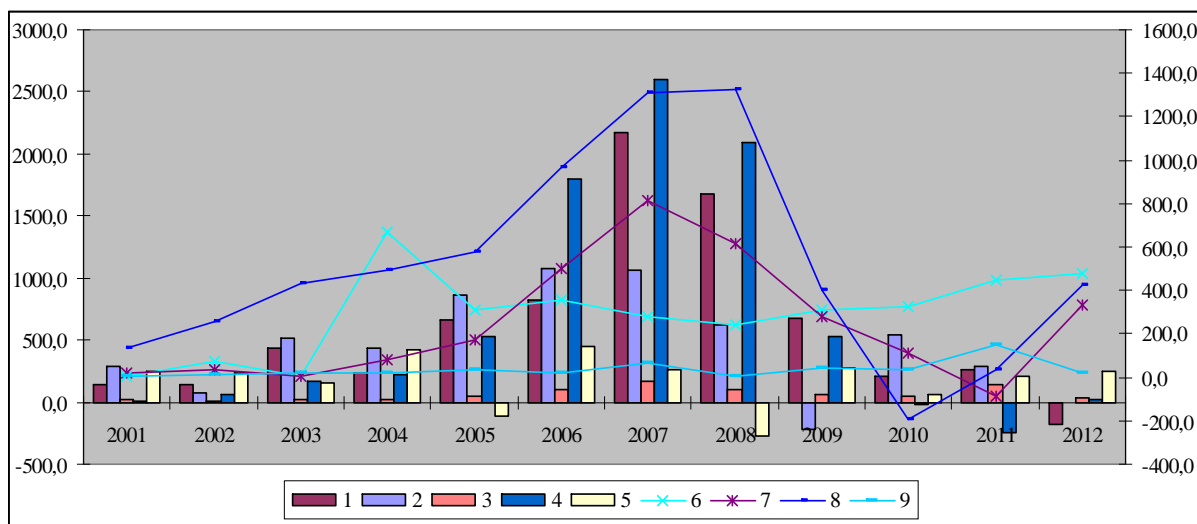
За периода 2007-2012 г. постъпленията от приватизация намаляха, но те са заменени от средствата, постъпващи в страната по проекти и програми на Европейския съюз. Тези средства дават възможност за подобряване на икономиката и развитие на отделни нейни сектори. В началото на членството на България в Европейския съюз (2007-2008 г.) усвояването на средствата, предвидени за страната, е по-малко в сравнение с годините от 2009 г. досега.

Що се отнася до разпределението на преките чуждестранни инвестиции по сектори от икономиката (фиг. 3) те се разпределят в девет основни групи<sup>5</sup>. Както и при разглеждането на общия поток инвестиции, така и при представянето на отделните сектори от икономиката се очертава ясно възходяща тенденция до 2007 г., а след това спад в преките инвестиции в страната. Така секторите, бележещи ръст в

<sup>5</sup> Общият брой на секторите според статистическите данни на БНБ е 16, включваща освен посочените и областите „образование“, „селско стопанство“, „здравеопазване и социални дейности“ и др. Но поради ограничението на доклада и размера на чуждестранните инвестиции в доклада са разгледани само описаните в текста сектори.

привличането на инвестиции преди кризата са търговията, недвижимите имоти, финансовите и нефинансовите услуги. Очаквано след отражението на глобалната финансово-икономическа криза върху икономиката на страната, положителният поток от преки чуждестранни инвестиции намаля, а в някои сектори (преработваща промишленост, транспорт, строителство) дори има и отрицателен поток на инвестициите в периода 2008-2012 година.

**Фигура 3. Преки чуждестранни инвестиции по институционални сектори в България, 2001-2012 г. (в млн. евро)**



Източник: БНБ [БНБ, 11]

Като при фиг. 3 преките чуждестранни инвестиции по институционални сектори се включват следните: 1 – финансово посредничество; 2 – преработваща промишленост; 3 – хотели и ресторанти; 4 – недвижими имоти; 5 – транспорт; 6 – енергетика; 7 – строителство; 8 – търговия; 9 – добивна промишленост.

Очакванията за 2013 г. са за спад на инвестициите спрямо 2012 г., като за месеците януари-септември 854.4 млн. евро спрямо 1664.1 млн. евро за 2012 г. [БНБ, 13]. Водещите сектори по инвестиции от началото на годината са транспорта (175.5 млн. евро), търговията (173.2 млн. евро), преработваща промишленост (137.5 млн. евро), финансово посредничество (114.0 млн. евро) и добивна промишленост (110.7 млн. евро).

Със сигурност не само външната среда за една икономика (преодоляване на рецесията в страните-членки на Еврозоната, подобряване на бизнес средата в ЕС), но и вътрешната (бизнес средата в страната, предвидимостта на промяната в нормативната рамка в областта на икономиката и др.) има значение за възстановяване на положителния поток от инвестиции в страната.

Тенденциите в световната икономика по отношение на инвестициите (трансгранични сливания и придобивания, преобладаващи инвестиции в развиващите се страни) също се отразяват върху възможностите за привличане на преки инвестиции в страната. След като „посоката“ на преките инвестиции е насочена към други региони в света (Азия, Африка), то единствено България не може да привлече вниманието на чуждестранните инвеститори без да се има предвид състоянието на Европейския съюз. А той може да се очаква да е стане притегателно място за

инвестиции едва след възстановяване на страните от Евронзоната от рецесията в последните години.

Факт е, че преките чуждестранни инвестиции остават основният източник на финансиране на дейности в секторите на промишлеността и нефинансовите услуги [БНБ, 14]. Освен това към момента собствените източници на финансиране, налични в икономиката не са достатъчни за възстановяване на бързия ръст на икономиката. Така остават преките инвестиции и средствата от проектите и програмите на Европейския съюз.

## **2. Корпоративният финансов мениджмънт и инвестициите**

Въздействието на преките чуждестранни инвестиции върху икономиката и отделните предприятия е една от темите, които се изследват в областта на международната икономика. Когато се разглеждат инвестициите в икономиката в повечето случаи се отчита положителният ефект, който те имат за нейното развитие, както и при някои сектори.

Така например според изследването на Christian Fons-Rosen, Sebnem Kalemli-Ozcan [Rosen, 15] на макроикономическо ниво съществува положителна връзка между ръста на местната икономика и потока от преки чуждестранни инвестиции. Но както бе посочено в първата част на доклада привличането на преки инвестиции не зависи само и единствено от предприетите стъпки в макроикономическата политика на страната. Те зависят и от развитието на даден регион и неговата предсказуемост за възвращаемост на направените инвестиции.

На микроикономическо ниво мултинационалните компании имат съществена роля за местните предприятия, като в повечето случаи преобладават придобиванията пред инвестициите на зелено [Rosen, 15], каквито са и тенденциите при инвестициите в световната икономика в момента. Разбира се по-атрактивни за мултинационалните компании са тези местни предприятия, които са експортноориентирани или са успешни в своята дейност (разрастват се бързо, има ръст в производството или увеличаване на дела на предприятието на пазара и др.).

При отделните предприятия ефектът от преките инвестиции, и то по отношение на финансовото управление може да се представи в две насоки: подобряване на цялостното състояние в предприятието чрез въвеждането на нови практики за финансов мениджмънт чрез чуждестранния инвеститор и запазване на действащите практики в местното предприятие без да се отчита ефектът от пряката инвестиция. Във втория случай всъщност не може да се говори за промяна във финансовото управление на местното предприятие, или поне не в положителна насока.

В България секторите, които са атрактивни за чуждестранните инвеститори в последните години са секторите на услугите (транспорт, финансови услуги, туризъм), енергетиката, търговията. Инвестициите в секторите на добивната и преработващата промишленост са свързани с конкретни сделки за закупуване на предприятия и развиване на дейност на територията на страната. В повечето случаи произведената продукция е предназначена за износ.

Влиянието на преките инвестиции във финансовото управление на предприятието може да се разглежда както по отношение на капитала, така и във връзка с неговата дейност (напр. подпомагане от страна на прекия инвеститора на дейността с цел разширяване на пазарния дял, навлизането на чужди пазари, разширяване на производството и др.).

По отношение на капитала при преките чуждестранни инвестиции водещо място има дяловия капитал, следван от реинвестираната печалба и



вътрешнофирмените заеми (заемите между местното предприятие и компанията-майка на чуждестранния инвеститор). Чрез по-голям дял на инвеститора в местното предприятие може да въведат правилата и практиките на компанията-майка за корпоративния финансов мениджмънт, съобразени с изискванията на действащата нормативна уредба в страната.

При разглеждане на дейността на предприятието, инвестициите имат непосредствено и косвено влияние, особено при извършването на конкретни дейности (консултации при навлизане на чужд пазар, знания в определена област, които се предоставят на местното предприятие и др.). Косвените преки инвестиции не предполагат участие във финансовия мениджмънт на предприятието, за разлика от непосредствените, които насочват към инвестициите в капитала<sup>6</sup>.

Обикновено като елементи на финансовото управление на предприятието се включват доброто финансово планиране, финансовия контрол и вземането на решения, имащи финансов резултат. Водещо място при стартиране на дейността след включването на чуждестранния инвеститор има финансовото планиране в краткосрочен и дългосрочен план.

Корпоративният финансов мениджмънт в частта планиране е насочен към няколко ключови елемента във всяко едно предприятие:

- планиране на първоначалните инвестиции за всеки един нов проект, свързан с разширяване на дейността, и прогнозиране на възвращаемостта на тези инвестиции във времето;
- финансова устойчивост и дисциплина на местното предприятие за момента на изпълнение на даден проект;
- планиране на входящите и изходящи парични потоци;
- следене на капиталовата структура;
- използване на ресурсите, с които разполага предприятието.

Местното предприятие, особено ако се планира разширяване на дейността и пазарния дял, може чрез прекия инвеститор да приложи подходящите за него практики в корпоративния финансов мениджмънт.

### **Изводи**

Преките чуждестранни инвестиции и в условията на растеж на икономиката, и по време на криза, са възможност за предприятията за реализиране на техните бизнес планове. Всъщност при икономическа криза за българската икономика преките чуждестранните инвестиции, заедно със средствата по фондовете и програмите на Европейския съюз представляват основният входящ паричен поток за икономиката.

Въпреки това основните проблеми за привличането на преки инвестиции в страната са бизнес средата и административната тежест за стартиране и развиване на дейността на местното предприятие. Освен това рецесията в страните-членки на Европейския съюз, и особено на страните от Евроразоната, допринесе допълнително за забавяне в развитието на икономиката и намаляване, а някои случаи и на отлив, на инвестиции от страната.

Що се отнася до корпоративния финансов мениджмънт, то при местните предприятия добрите практики за финансовото управление се приемат от компаниите-майки на чуждестранните инвеститори. В повечето случаи се подобрява финансовото

---

<sup>6</sup> Вж. с.3 от доклада.

управление на местното предприятие, като се отразяват условията в средата и приложението на тези практики е съобразено с изискванията на действащото законодателство.

Перспективите за привличане на инвестиции в страната към конкретни сектори и предприятия от икономиката, са свързани с провеждането на предвидима и предсказуема финансова и икономическа политика на макроикономическо ниво, както и създаване на благоприятна бизнес среда за действащите местни предприятия.

## Литература

1. Organization for Economic Co-operation and Development, "Foreign direct investment", in OECD, *OECD Factbook 2013: Economic, Environmental and Social Statistics*, OECD Publishing, 2013, p.3.
2. International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6<sup>th</sup> Edition, August 2011, pp.100-101.
3. Българска народна банка, *Методология за отчитане на преките чуждестранни инвестиции в страната*, 2013, с.1-3.
4. Закон за насърчаване на инвестициите, ДВ, бр.37 от 2004 г., изм. ДВ, бр.66 от 26 юли 2013 г.
5. Правилник за прилагане на Закона за насърчаване на инвестициите, ПМС №221 от 2007 г., изм. ДВ, бр.62 от 12 юли 2013 г.
6. United Nations Conference on Trade and Development, *World Investment Report 2001: Promoting Linkages*, 2001, pp.275-276.
7. Стойков, И. и С. Момчев, *Международна инвестиционна политика*, Фабер, 2009, с.26-27.
8. International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6<sup>th</sup> Edition, August 2011, p.101.
9. United Nations Conference on Trade and Development, *Global Investment Trends Monitor*, October 2013, pp.1-3.
10. European Commission, *European Economic Forecast – spring 2013: European Economy 2/2013*, pp.9-14.
11. Българска народна банка, *Статистика*, [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg), септември 2013.
12. Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>, September 2013.
13. Българска народна банка, *Преки инвестиции*, януари-септември 2013 г., октомври 2013, с.1-2.
14. Българска народна банка, *Икономически преглед*, бр.2/2013, юли 2013, с.58-59.
15. Fons-Rosen, Ch., S. Ozcan, B. Sorensen, C. Sanchez and V. Volosovych, *Quantifying Productivity Gains from Foreign Investment*, Universitat Pompeu Fabra and Barcelona Graduate School of Economics; University of Maryland, CEPR, and NBER; University of Houston and CEPR; ESADE – Universitat Ramon Llull; Erasmus University Rotterdam. March 2013, pp.2-4.