



М,

ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И

ФИНАНСИ

Катедра „Финанси“

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане
на образователна и научна степен “Доктор”

**Анализ на стойността на небанкови финансови
институции за микрокредитиране в България**

Докторант:
ИРЕНА ВАЧЕВА

Научен ръководител:
доц. д-р СТАНИСЛАВ ДИМИТРОВ

София, 2019 г.

ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ

Катедра „Финанси“

ИРЕНА ВАЧЕВА

**Анализ на стойността на небанкови финансови
институции за микрокредитиране в България**

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане
на образователна и научна степен “Доктор”

по научна специалност “Финанси”,

Научен ръководител:

Доц. д-р СТАНИСЛАВ ДИМИТРОВ

Научно жури:

Рецензенти:

.....

Резерви:

.....

София, 2019 г.

Дисертационният труд се състои от въведение, изложение в три глави и заключение с общ обем от 186 страници. В основния текст таблиците са 49, а фигурите 13. Използваната литература се състои от 70 източника, а в допълнение са обособени 4 приложения.

Авторът на дисертационния труд е докторант на самостоятелна подготовка към Катедра "Финанси" на Висше училище по застраховане и финанси – София.

Защитата на дисертационния труд ще се състои наот ..ч. вна Висше училище по застраховане и финанси – София, на заседание на Научното жури, назначено със заповед на Ректора.

Материалите по защитата са на разположение в към Висшето училище по застраховане и финанси - София.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на изследването

През последните 20 години в България пазарът на кредитирането значително нараства, както в банковия, така и в небанковия сектор. Това обстоятелство се отнася както за кредитирането на физически , така и на юридически лица. Микрокредитирането, основно на суми до 5 000 лв., се развива като самостоятелен сегмент в небанковото кредитиране. Това е обособен пазар със спецификите на дейността си, с ясно изразени услуги, нормативна рамка, участници, търсене и предлагане. Научните разработки за изследване на този самостоятелен икономически сегмент са малко и настоящото изследване има за цел да разшири анализа в тази област. Развитието и регулацията на небанковите финансови институции за микрокредитиране през последните години подкрепят актуалността на темата, и потребността да се направят научно изследване и критичен анализ на факторите, които влияят върху стойността им.

2. Обект и предмет на изследване

Обект на изследването в дисертационния труд са небанковите дружества за микрофинансиране представени чрез заложните къщи, финансовите институции и лизингови дружества

Предмет на изследването са вътрешните и външните фактори, които влияят върху стойността на небанковите институции за микрокредитиране, моделите за числовото им изразяване, цялостната икономическа и правна среда с оглед на влиянието, което тя оказва върху дейността им.

3. Цел и задачи на изследването

Основната цел на изследването е доказване, че спецификите на дейността и характерните фактори на небанковите финансови институции за микрокредитиране оказват влияние върху оценката им.

В най-общ смисъл целта на дисертационния труд е да допринесе за по-ясен отговор на въпросите за това какво е на доказване на това изследване се идентифицират и класифицират както ключовите фактори, които влияят при определяне стойността на небанковите финансови институции за микрокредитиране, така и се очертават тяхната специфика спрямо търговските предприятия. Те са предпоставка за точния избор и приложение на най-подходящите подходи и методи за оценяването на небанковите дружества.

За целите на анализа е разгледан пазара в България, като са използвани данни за последните десет години. За постигане на зададената цел са поставени за разрешаване следните задачи:

- **Анализ на основните теоретични въпроси**, които са свързани с измерването на стойност, какви са възможните и най-релевантни методи, по които може да бъде измерена стойността на небанковите финансови институции.
- **Критичен анализ и сравнение** на действащите нормативни уредби - вътрешни и международни, и как те влияят на небанковия пазар за микрофинансиране в България.
- **Изследване и оценяване на пазара** на небанково кредитиране, формите, под които съществува и спецификата на дейността му.
- **Анализ на сключени сделки** за покупко-продажба на дял или цяло предприятие на пазара на небанкови финансови институции.
- **Извеждане на най-подходящи методи за оценяване** на небанкова финансова институция за микрокредитиране.
- **Извършване на оценяване на конкретно дружество** за небанково микрокредитиране, като се използват изводите от предходния анализ

4. Изследователска теза

Работната хипотеза е, че спецификите на дейността и характерните фактори, влияещи върху паричните потоци на небанковите финансови институции за микрокредитиране оказват влияние върху оценката им.

5. Методология на изследването

За постигането на целта на изследването и решаването на посочените изследователски задачи се използват следните **методи**:

Анализ. Извършват се анализи на определенията за стойност, методи за нейното определяне, анализира се пазара на небанковите финансови институции за микрокредитиране в България.

Сравнения. Сравняват се теоретичните възгледи на различни автори за същността на стойността и специфичните фактори, които ѝ влияят. Извършват се сравнителни анализи на методите за оценяване и тяхното прилагане при анализа на изследваните институции. По този начин се разглеждат техните предимства и недостатъци при оценката на цялото предприятие за небанково кредитиране.

Комбинаторика. Подходите в анализа са както дедуктивни, така и индуктивни. От една страна се анализира конкретно дружество, с цел да се извлекат генералните фактори, които са определящи за стойността. Същевременно е направено теоретично обобщение на елементите на влияние в търговските дружества и кои са валидни за небанковите финансови дружества.

Освен посочените методи се прилагат още **научно изследване на библиографски източници** за обезпечаване на информация за състоянието на обекта и нивото на научните постижения.

6. Възприети ограничения в изследването

Настоящото изследване търпи определени **ограничения**. Поради ограничения обем, извън обхвата на изследването остават дружествата за небанково микрокредитиране като факторинг, форфетирането, и платформите за групово финансиране. Последните са споменати като бизнес модел, но поради своята иновативност и липсата на данни не са включени. Дисертационният труд се съсредоточава върху небанковото кредитиране в България, като обследва заложни къщи, лизинг и финансови дружества за микрофинансиране. Анализирани са, и поради законовите изменения, и лицензионните режими, които бяха приети последните 10 години и оскъдните научни изследвания на тези конкретни икономически субекти.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Съдържанието на дисертационния труд включва:

Увод

Глава 1: Теоретични постановки за стойност и същност на дружества за небанково кредитиране

1.1 Същност на стойността

1.1.1 Исторически поглед върху анализа на стойността

1.1.2 Предпоставки и необходимост от анализ на стойността на дружеството

1.1.3 Дефиниране на понятието стойност

1.1.4 Видове стойност

1.1.5 Фактори, които влияят върху стойността

1.2 Сравнителен анализ на методите за определяне на стойността

1.3 Видове методи за оценка на кредитни дружества

1.4 Същност на дружеството за небанково кредитиране

Глава 2: Пазар на небанковото кредитиране

2.1 Видове небанково кредитиране

2.1.1 Финансовите институции за бързи кредити

2.1.2 Лизинг

2.1.3 Платформи за онлайн кредитиране тип peer to peer lending или споделено финансиране

2.2 Специфика на бизнеса за небанково микрофинансиране

2.3 Оценка на пазара на дружествата за небанково кредитиране в България

Глава 3: Оценка на стойността на небанкова финансова институция за микрокредитиране

3.1. Специфични фактори, влияещи върху стойността на небанковите финансови институции

3.2. Определяне на стойността на небанкови финансови институции за микрокредитиране

3.3 Оценка на дружество за небанково кредитиране - по модела на „София Комерс Заложни Къщи АД“

3.3.1 Бизнес модел на анализираното дружество – небанково финансова институция за микрокредитиране

3.3.2 Приложение на Метода на дисконтираните парични потоци за оценка на небанкова финансова

институция за микрокредитиране

3.3.3 Приложение на метода на сравнение с компании – аналози

3.3.4. Приложение на Метод на остатъчния доход за оценка на небанково дружество за кредитиране

3.3.5 SWOT анализ на анализираното дружество

3.3.6 Формиране на крайна оценка на дружеството

Заклучение

Библиография

Приложения

Приложение 1 - Процедура за отпускане на заем в заложна къща

Приложение 2 - Вътрешни правила за оценка на дружество на български инвестиционен посредник

Приложение 3 - Прогнозни отчети, параметри и допускания при приложените методи за оценка на анализирания дружество за небанково кредитиране

Приложение 4 – Структура на кредитния портфейл на дружество за групово кредитиране към 2017 г.

III. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Глава 1: Теоретични постановки за стойност и същност на дружества за небанково кредитиране

В първа глава са изведени научните обосновки на понятието „стойност“, като най-определяща за целите на оценка на цяло предприятие е вътрешноприсъщата стойност. Анализиранията на стойността се свежда до трансформиране на получена информация и данни в процеса на работа или оценяването на информацията в числово измерение, което представлява своеобразна снимка на благосъстоянието на предприятието за даден момент. Трудността при процеса на анализиранията или остойносттаване произтича от необходимостта да се отсее количествената информация, да се извършат определени допускания, да се обосноват тези допускания, да се подберат определени фактори, променливи, да се извършат прогнози и други дейности. Измерването на стойността на фирмите е важна за различните професии и различните пазарни роли. Одиторите и консултантите я използват,

за да могат да извършват процедури по сливания и придобивания. Финансовите директори я използват, за да се ориентират в правилната посока. За инвеститорите стойността е основополагаща, за да измерят риска и да преценят дали си струва придобиването на даден актив.

Разгледано е в исторически контекст как понятието стойност търпи еволюционни промени в своята конкретика и поради това тук са разгледани промените във възприятията през различните исторически периоди, за да се достигне до днешното разбиране, което е най-широко възприето.

Водещият принцип за създаване на стойност е, че фирмите инвестират капитала си с цел по-висока възвращаемост. Колкото по-бързо могат да увеличат приходите си, толкова повече стойност създават. Комбинацията на голям растеж и рентабилност на инвестиция капитал (ROIC) е в основата на стойността на предприятието. Затова е необходимо добре обосновано конкурентно предимство или няколко такива, конкретна бизнес стратегия, която позволява да се постигнат желаните резултати в дългосрочен план. Едни от предпоставките за повишаване стойността на предприятие са устойчивото нарастване на паричните потоци и растежът на дружеството под формата на пазарен дял или увеличаване обема на активите.

През последните двадесет години, основният мениджърски фокус е насочен върху стойността на предприятието като мерило за успеха му. За разлика от предишните тенденции, при които се възприема за определящ фактор счетоводната печалба и рентабилността. Този тип мениджмънт се нарича стойностно-базиран мениджмънт (Value-Based Management). Акцентът се поставя върху ключовите фактори (Key Value Drivers), които влияят пряко върху увеличаването на стойността на цялото предприятие.¹ Обследването на актуалната стойност на бизнеса се използва като мерило към днешна дата и подпомага взимането на дългосрочни решения за глобалната стратегия на фирмата, мерило за сегашния успех и поставянето на средносрочни и дългосрочни цели, къде биха

¹ Тодоров, Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, Нова Звезда, 2014, стр. 85

искали да се достигне. Уолш акцентира върху важността на управленските коефициенти, определя ги като изходна точка за налагане на бъдещи стандарти и цели, както дългосрочни, така и краткосрочни. Поради динамичната икономическа среда той препоръчва периодично измерване съотношенията на основните финансови показатели на фирмите.²

Съществуват много пазарни ситуации, които изискват оценка на предприятието. Най-често срещаните в България са: при приватизация на държавни и общински предприятия; при процедури за сливане или поглъщане на едно предприятие от друго; при листване на ценни книжа на една компания на регулирани пазари или при търсене на външно финансиране. Други случаи, когато е необходимо остойностяване на цяла компания, са при създаване на смесени предприятия и определяне на относителни дялове на собствениците, при увеличаване на уставния (дяловия) капитал - чрез продажбата на нови акции или дялове. Оценката определя емисионната стойност на новите акции (дялове). В случай на наследяване на предприятия оценката се налага за определяне данъка върху наследството, за застраховане, при ликвидация, рефинансиране или залог на обезпечение, за съдебни или данъчни цели, при желание на ръководството - за оценяване на изменението на богатството на собствениците. За да се направи публично предлагане на предприятие на фондова борса (Initial Public Offering, IPO), е необходимо да се реши каква ще е номиналната и/или емисионната цена на акцията при първичното публично предлагане. Приложение на оценяването можем да открием и за изчисления на бонусната схема на мениджмънта – за да се даде материално измерение на възнагражденията и премиите на ниво мениджмънт при постигане на по-високи нива на корпоративна стойност. Друго приложение на остойностяването за публични компании е от гледна точка на инвеститорите - за да се дефинира цената на една акция, да се реши дали да бъде продадена, закупена или запазена. Оценяването се извършва с цел лесното сравняване цената на акция с актуалната стойност на други акции или фирми, да се прецени дали е подценена акция, и в какво инвестиционно портфолио би могла да бъде добавена.

² Уолш. С., „Ключови управленски коефициенти“, Делфин Прес 1995, стр. 98

За да се извадят факторите, които оказват влияние върху икономическото понятие за „стойност“ е необходимо да бъде конкретно анализиран и обособен самият термин. За целта тази подглава събира съществуващите съвременни дефиниции на понятието и разглежда различните му конотации в отделния контекст. Най-общата дефиниция за стойност от различните автори като Buffett, 1996; Cottle, Murray, & Block, 1988; Trugman, 2002; Wendee, 2000, е тази за вътрешноприсъща стойност (intrinsic value). Buffett я определя най-просто: „Тя е равна на скотираната стойност от касовата наличност, която може да се вземе от бизнеса по време на жизнения му цикъл.“ По време на оценяването на дадено предприятие се налага анализ както на икономическите, така и на пазарни условия, които му влияят, затова се стартира с анализ на финансовите отчети. Друго точно определение е това на Cottle, Murray, & Block: „Вътрешноприсъщата стойност е инвестиционна концепция, на която се основава анализът на финансовите инструменти. Без ясно дефинирани стандарти няма как да се установи дали цената е под или над пазарната. Анализът е потенциална жертва на песимизма или еуфорията, които задвижват финансовите пазари.“ Според Pratt et al. (1998) има редица качествени фактори и характеристики на бизнеса, на индустрията и на действащата икономика. Те очертават бъдещето на предприятието и дали сегашното състояние ще се запази или ще има драстични промени в бъдеще. Обстойният анализ изисква вглеждане дали сегашните парични потоци ще продължат със същата сила. „За да се стартира анализ на стойността на предприятието, е необходимо да се коригират финансовите отчети, така че те да отразяват най-добре оценка на икономическата реалност.“ (Wallison, 2009).

Има различни видове стойност и за да бъде измерена всяка една от тях е важно да се дефинира предварително целта. Развитието на едно дружество, управлението му, печалбата му, всичките му вътрешни процеси са динамични и променящи се и единственият начин да се оцени е като се направи момента снимка, именно чрез остойностяването му към дадена дата.

Вътрешноприсъща стойност (Intrinsic value) е действителната стойност на една компания или един актив, съпоставена с пазарната му стойност. Нарича се още фундаментална стойност. Тя включва всички бизнес аспекти като запазената марка на предприятието, патенти, запазени права, бизнес модел, ноу-хау, социалния капитал, материалните и

нематериалните активи. Тъй като те трудно се остойностяват, този вид стойност се счита за по-субективна отколкото справедливата пазарна стойност, а и за нея се използват различни методи за изчисление в зависимост от инвеститорите.

Справедлива пазарна стойност (Fair Market Value) е най-вероятната цена, която една компания или един актив ще донесе на собственика си при размяна в условията на свободен и отворен пазар за разумен период от време и ако цената е платена в брой или в друга парично средство. Купувачът може да бъде стратегически частен инвеститор или финансов такъв, например като капиталова инвестиция. Също така това е цената, която би била получена при продажба на даден актив или платена при прехвърлянето на задължение при обичайна сделка между пазарни участници към датата на оценката. В случай, че са спазени всички тези условия, този вид стойност би трябвало да даде точна оценка на стойността на актива.

Пазарна стойност на предприятието се приравнява на неговата „Цена, на която може да бъде продадено, в определено време и на определено място.“³ Този вид стойност предоставя информирано очакване за цената, което не зависи от купувача и продавача. Стойност не означава конкретна цена, т.е. действителната сума, която може да се плати при сделка между конкретни страни. Тя отразява неговата полезност за инвеститора, преценена според неговите ресурси и възможности. В контекста на пазар с конкурентни участници стойността е по-скоро оценка на сумата, която би могло да се очаква да бъде платена, най-вероятната цена при пазарните условия към датата на оценяване.

Ликвидна стойност е цената на материалните активи на предприятието, ако то трябва да спре работа и се налага да бъде ликвидирано за кратко време. Тя обикновено е по-ниска от справедливата пазарна стойност. Нематериалните активи, в това число и репутацията, интелектуалната собственост не се включват. В случай, че предприятието се продава, а не се ликвидира, тогава се нарича стойност като действащо дружество (going-concern value), което включва и днешната стойност на нематериалните активи.

Инвестиционна стойност е оценката на конкретен инвеститор за даден актив или предприятие, базирана на неговите очаквания и предложения. Тя би могла да надвишава

³ <https://dictionary.cambridge.org/>

справедливата пазарна стойност, ако вижда голям и неразгърнат потенциал в действащото дружество. Тя би могла и да е по-ниска, ако инвеститорът не очаква сериозна възвращаемост.

Проф. Ненков извежда следното определение за стойност: „**стойността на активите** в най-общ план е величината, която им признава един свободен пазар, в условията на равновесие между търсене и предлагане, когато продавачи и купувачи разполагат с необходимата за тези активи информация“.⁴ Той акцентира и върху два вида стойност: „стойност на преуспяващото предприятие“ (going concern value) – използвана от Американското общество на оценителите, допускане за успешно продължаване на дейността на предприятието. Втората е „стойността на предприятието“ (Enterprise value) – тя се изчерпва със сто процента от имуществото на фирмата.

Когато се прави анализ на стойността на цяло предприятие, е важно да се определят кои са факторите, които влияят пряко или непряко върху стойността му. Разглеждат се компоненти като доходност и тенденции за развитие. На анализ се подлагат различните рискове пред всяка компания на ниво пазарен анализ, какъв пазарен дял заема, как е позиционирана, трудно ли е за конкурентите да стартират. Взима се под внимание нивото на мениджмънта ѝ, неговите компетентност и потенциал. Взима се предвид базата данни с клиентите, техният доход и нужда за ползване на услугите или продуктите. При публичните компании един от начините за оценяването на стойността им е чрез акциите им. При тях вътрешни фактори са представянето на компанията, промяна в структурата на борда на директорите ѝ, разпределянето на активите, дивидентите и печалбите. Външните фактори включват законодателство и нормативна уредба, бизнес цикъл, отношение на инвеститорите, пазарни условия, форсмажорни обстоятелства. Общият преглед на предходните проучвания, обсъдени по-горе относно изясняването на най-важните фактори, влияещи върху цените на акциите, показва, че дивидентите, печалбата на акция, коефициентът на приходите, дълговата политика, брутният вътрешен продукт и размерът на фирменото влияние имат съществени роли в повлияването на същите. Това показва, че

⁴ Ненков, Д., „*Определяне на стойността на компаниите*“, Издателски комплекс УНСС, София, 2015 г., стр. 20

фирмите, които плащат дивиденди, се оценяват по-добре от инвеститорите, тъй като всеки инвеститор предпочита последователна дивидентна политика. Също така акциите с по-висок коефициент на печалба показват, че такива фирми ще имат обещаващо бъдеще в очите на инвеститорите. Паричните наличности са друг императивен елемент, който оказва влияние върху цените на акциите, което показва, че за инвеститорите от по-голямо значение са тези фирми, вземащи по-малко дългове, тъй като увеличаването на дълга намалява доходите на заинтересованите страни. Заинтересованите страни също предпочитат фирми, които имат високи доходи на акция, тъй като им гарантира по-добра възвръщаемост на акциите. Възвръщаемостта на капитала също се смята, че заема важна позиция, тъй като гарантира на акционерите сумата, спечелена от тяхната инвестиция.

Изводи

1. Анализирани са основните теории за оценка на дружествата и в кои аспекти оценката на небанковите финансови институции се отличава от останалите компании. Изследвани са множество литературни източници. Достига се до извод, че за извършване на коректна оценка на стойността на такъв тип дружество е най-логично е да се използват не един, а поне три метода, като в зависимост от контекста и икономическата среда се решава на кой от тях да се даде повече тежест. За най-подходящи определяме моделът на дисконтираната възвръщаемост, методът за оценка на дивидентите (Dividend Discount Model), методът на паричните потоци към собствения капитал (the Discounted Cash Flow Model) и методът на остатъчния доход. Приносите са систематизирани и критичен анализ на приложението на теориите за оценка. В теорията се разглеждат различни видове стойност. Основен критерий за разграничаване на тези видове са потребностите за оценка. Въпреки множеството видове стойност, като най-определяща и най-широко разпространена, свързана с оценката на цяло предприятие е вътрешноприсъщата стойност (intrinsic value).
2. Необходимостта от извършването на анализ на стойността се явява най-често при сливане и придобиване на цяло предприятие, при оценка на актив, при избор на

инвестиционно портфолио, при вземане на стратегически решения за управление на компанията, в случай на ликвидация и обявена несъстоятелност. Тази необходимост се явява и в други ситуации като например: оперативни решения; приватизация и изготвяне на дългосрочна стратегия.

3. Коректното определяне на стойността изисква да се определят мотивите за анализа и оценката, към кого е насочена и с каква цел се извършва.
4. Процесът на анализ на стойност преминава през конкретни стъпки, които са задължителни и ясно определени.
5. Изследвана е литературата и научните трудове, които анализират факторите, които имат влияние върху стойността на цяло предприятие.
6. Извадени са основните показатели, които се отразяват пряко върху извършването на оценка на цяло предприятие.

Глава 2: Пазар на небанковото кредитиране

Във втора глава са разгледани ключовите участници на съвременния небанков пазар за кредити, с цел да го измери, да го сравни с европейския и да се изведат основните изводи за неговото бъдещо развитие. Основно е изследван пазарът на лизинговите дружества, на зложни къщи и на финансовите небанкови кредитни институции. Поради ограниченията в обема на това изследване, фокусът е сведен до финансови институции за отпускане на парични заеми, зложните къщи и лизинговите компании. Изключва се анализа на фирмите, извършващи факторинг, поради спецификата на дейността им, като особена форма за кредит на външни фирми, работещи с български компании, не се явява в пряка конкуренция на останалите пазарни играчи.

Извличат се спецификите на бизнеса в областта на небанковото кредитиране. С цел да се изведат факторите, от които зависи стойността, е необходимо да се анализират подробно бизнес моделите на този тип институции, тяхната функционалност и конкретни

зависимости в пазарната икономика. Разгледани са детайлно бързите кредити, заложените къщи, лизингът и платформите за групово кредитиране.

Бързи кредити

В България има относителна разлика в микрокредитирането. При първоначално кредитиране на нов клиент се отпуска средна сума от 400 до 600 лв. Средният отпуснат кредит възлиза на 800 лв. за период от месец. Тъй като получаването на трудовото възнаграждение по банков път не е задължително, по-голямата част от клиентите усвояват своя кредит в брой. Като гаранция показват трудов договор и документ за самоличност. Кредитните дружества извършват справка в Централен Кредитен Регистър, както и справка за актуалността на документа за самоличност в сайта на Министерството на вътрешните работи.

За разлика от англосаксонските държави, в България не се разчита на директен достъп до заплатата на клиента. Налага се той сам да внесе вноската след като получи заплатата си. Около 80% от бързите кредити се рефинансират. Микрофинансирането чрез небанкови финансови институции става все по-разпространено средство за кредитиране на население с нисък до среден доход. В много държави това довежда до увеличение на задлъжнялостта на домакинствата и обхваща населението с ниска платежоспособност, което няма достъп до банково обслужване. (Weiss and Montgomery, 2005).

Това са дружества, които са специализирани в кредитиране предимно на физически лица и по-рядко на юридически. Тяхната дейност се състои в 2 основни направления: необезпечени потребителски кредити (микро кредити) и финансиране срещу ипотека на недвижимо имущество. При бързите кредити най-често периодът на договора е до 1 година, средният размер на дадената главница е около 700 лв., като варира от 400 лв. до 2000 лв. Обикновено клиентите са с постоянна месторабота и трудов договор, и със сравнително нормално кредитно досие в базата данни на Централния кредитен регистър. Цената на кредита варира между 12% и 26% месечно, като усвояването е в рамките на

няколко минути. Тези клиенти нямат достъп до банково финансиране, поради малкия размер на заема или поради липса на техническо време за банково одобрение.

Лизинг

Лизингът е специфична форма на кредит, която финансира дълготрайни материални и нематериални активи (движими и недвижими) или услуги – оборудване, коли, дълготрайни стоки с битово предназначение. Лизингодателят предоставя на лизингополучателя актив за ползване посредством договор за наем с фиксиран срок за експлоатация срещу заплащане на определено възнаграждение, наричано лизингови вноски. Обикновено с опция за закупуване на актива след изтичане на договора. Клиентите обикновено са търговци на дребно или с други юридически или физически лица.

Този вид кредитиране е атрактивен поради няколко причини: *„финансиране по мярка“* – съобразено е с лизингополучателя според неговите специфични потребности, *дава сигурност* – фиксирани са всички разходи от самото начало, води до *данъчни облекчения и балансови изгоди, опростена процедура*.⁵ Най-разпространен е лизингът на машини и оборудване. Лизингополучателят трябва да прецени дали да закупи или да наеме (лизингова) даден актив, като за целта трябва да изчисли всички бъдещи разходи по лизинговата сделка. Разпространява се в Европа през 60-те години на миналия век, а през последните двадесет години се развива трайно и на българския пазар. Дружествата за лизинг се регистрират и регулират от Българска Народна банка с Наредба № 26 на БНБ за финансовите институции.

Най-практикуван е *финансовият лизинг*, който има дял около 99%. При него лизингополучателят има право да придобие ползвания от него актив след изтичане на срока на договора. От гледна точка на клиента финансовият лизинг изглежда като покупка на дълготраен материален актив при условията на разсрочено плащане.

⁵ Тодоров Б., „Лизингът като бизнес“, Фабер, 2015

Оперативният лизинг е сходен с наемането на актив за определен срок. В този случай след изтичане на договора, клиентът на лизинговата компания не придобива собствеността върху актива. Заплаща се регулярна месечна вноска като наем за ползване.

Платформи за онлайн кредитиране тип peer to peer lending или споделено финансиране

Друг тип кредитиране набира все по-голяма скорост, а именно платформи за групово кредитиране (Crowdfunding and peer to peer platforms P2PL). Това е онлайн платформа в реално време, която служи за кредитно посредничество. От една страна стоят физически или юридически лица, които имат пари за инвестиране, а от другата кандидати за бърз или ипотечен кредит. Обикновено тези заеми са без обезпечение. Могат да бъдат продавани или прехвърляни като финансов инструмент. Кредиторите могат да участват с малки суми - \$100-\$25 000, без да се познават по между си срещу очаквана лихва.⁶ Този вид кредитиране върви ръка за ръка с развитието на интернет бизнеса. Платформата изпълнява всички функции на дружество, специализирано в кредитиране (измерване на кредитен рейтинг, приемане на заявки, трансфер на пари, сключване на договор и т.н.), но финансовия ресурс идва от група непознати индивиди през мрежата, а те печелят процент от трансакциите, а не от лихвите. Основен плюс пред останалите финансови институции е ниският лихвен процент, който не надвишава 10% годишно. Очаква се цялото peer to peer кредитиране в САЩ да достигне 150 млрд. долара годишно до 2025 г. През последните години секторът на P2P кредитирането регистрира сериозен ръст и развитие не само в САЩ, но и в Европа, предимно във Великобритания, Франция, Германия, Швеция и Холандия. Peer-to-peer инвестирането е от години функционираща услуга на европейския финансов пазар.

⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Peer-to-peer_lending

В България има две компании, които предлагат тази платформа: Клиър, които имат портфолио на стойност 4 091 761 лв. към март 2018 г., както и ИУВО ГРУП ОЮ, естонско дружество, което предлага възможност за инвеститорите в България да кредитират физически лица в Европа.

Заложни къщи

По своето предназначение тази форма на кредитиране се нарича *ломбарден кредит*. Това е краткосрочен кредит, предоставян срещу залог на движимо имущество - ценни книжа, материални ценности, благородни метали, чуждестранна валута. Техническото оформяне на ломбардния кредит зависи от вида на залога, срещу който се отпуска заемът.⁷ Друг участник на пазара на небанковото кредити са фирмите, чиято дейност е даване на заем срещу залог на движимо имущество. Този бизнес модел датира още в древногръцката и римската епоха. Заложните къщи са един от вариантите за небанково кредитиране, въпреки че не са в пряка конкуренция с нито един друг вид заеми поради своята същност. Те обслужват най-вече клиенти, които по някаква причина са изключени от банковата система. Клиентът на заложната къща има задължително една от двете характеристики: неговата кредитна история е лоша и поради тази причина няма достъп до необезпечен заем и се налага да заложил част от своето движимо имущество и размерът на кредита е твърде малък, за да я получи от банковата система. Обичайно това са хора, които имат нестабилни или ниски приходи, голяма част от тях нямат и добро образование, но сред клиентелата на този вид бизнес могат да се срещнат представители на всички социални прослойки. Това е и предпочитания начин от хората, които оперират само с транзакции в брой, които не използват банковата система. Друго предимство е дискретността, която се гарантира, защото в заложната къща отпуснатият кредит не оставя следа в кредитната история на

⁷ Стоичкова, О. и Китанов, Я. "Банкови системи", Висше училище по застраховане и финанси, София, 2010 г. Стр. 56

клиента, както и се набавя необходимата ликвидност в рамките на няколко минути, без задаване на неудобни въпроси.

Този бизнес се развива и увеличава своя обем в сравнение с началото на века (Каски 1990).

Предоставянето и връщането на кредитите става по облекчена процедура в сравнение с традиционните банкови заеми, което дава възможност за бързина и гъвкавост. Движимото имущество, което се приема за обезпечение е: злато, бижута, битова електроника и други ценности, с изключение на недвижими имоти, движими културни ценности от национално и световно значение, оръжие и боеприпаси.⁸

Дейността им не изисква анализ на кредитоспособността на длъжника, тъй като при неиздължаване заложеното имущество се предлага за продажба. Предоставените заеми са с максимален размер до 5 000 лв. Срокът се договаря в зависимост от потребностите на клиента и предлаганото обезпечение. Голяма част от предоставените заеми са със срок до един месец, максималният период за погасяване на заема е три месеца. Лихвеният процент по кредита зависи от качеството на обезпечението, както и от договорения период за връщане на заема. Размерът на месечната лихва е до 3%, но таксите могат да варират до 18%, като са по-високи за заеми с по-дълъг срок и/или по-слабо ликвидно обезпечение. За обезпечение на тези парични заеми се учредява реален залог върху движими вещи, които остават на съхранение при залогоприемателя. Дружеството приема широк спектър от движими вещи за обезпечение: бижута, ценности, телевизори, видеотехника, музикални уредби, скъпа битова техника и др. Дисконтовият процент, които служи за ограничаване на риска от загуби от обезценка на имуществото, варира от 30 до 50% от текущата пазарна стойност на вещите. Най-голям е дисконтовият процент за бързо остаряващите морално стоки, например потребителска електроника.

За целите на дисертационния труд са разгледани различните специфики на всеки един от горните бизнес модела, тяхното приложение в България и законовата рамка, която ги регулира.

⁸ Наредба за дейността на заложените къщи, в сила от 26 февруари 2009 г.

Небанковите финансови институции за отпускане на парични заеми се утвърждават като все по-масов начин за финансиране на физическите лица в България. Особено след мерките, наложени от банковата система за все по-селективно отпускане на потребителски кредити, като резултат от глобалната финансова криза от 2007 г. Въпреки новите регулаторни и нормативни разпоредби от 2014 г., те намират начин да достигнат до потребителя. Микрофинансирането е основен предмет на дейност на два вида небанкови дружества: бързи кредити и зложни къщи. Анализът в тази глава достига до изводи, че микрокредитиране ще продължава да нараства, но ще има и нови форми за кредитиране и ще се достигне по-ниска цена за кредитополучателите.

Небанковото кредитиране финансира както юридически, така и физически лица и домакинства, като успешно се конкурира с банковата система. Докато банките предлагат цялостен пакет за финансиране, небанковите играчи се специализират в отделна ниша и фокусират бизнеса си върху отделни групи клиенти, като по-ефективно се фокусират върху нуждите и потребностите им, предлагайки им специално съобразени продукти и услуги.

Поради спецификата на дейността си, освен да я конкурират, тези участници успяват и да допълнят банковата система, предоставяйки финансиране на клиенти, които не биха могли да бъдат одобрени за банков кредит, поради липса на стабилни доходи или време за чакане на усвояване на финансирането.

Основна разлика между небанковите кредитните посредници и банките се състои в това, че първите нямат право да събират депозити от физически или юридически лица, но и двата сектора преразпределят капиталите и спестяванията и така задвижват икономиката.

За всяка икономика е важно стабилното развитие на небанковия сектор, като предпазна мярка за икономическа нестабилност и като алтернатива на банките. Този сегмент има възможност да трансформира спестяванията в капитали, които да стимулират движението на парите в държавата.

Рискът от ефективна правна регулация на този сектор обаче може да доведе до финансова криза, създавайки кредитен балон или надценка на зложените активи. През последните години в България контролът върху дейността на небанковите участници се засилва, като мярка за стабилизация на финансовия сектор. В тази част от дисертационния труд авторът

измерва обемът на пазара за небанково микрокредитиране в България на база на съществуващата публична информация.

Таблица 1 Динамика на кредитите от небанкови финансови институции в България по години

В ХИЛ. ЛВ.					
	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Небанкови финансови институции	1 991 763	2 048 105	2 188 033	2 508 929	2 750 299
Лизинг	3 332 759	3 123 656	3 247 689	3 314 333	3 603 717
Заложни къщи	36 500	39 000	41 000	45 200	47 800
Общо:	5 361 022	5 210 761	5 476 722	5 868 462	6 401 816

Източник: Обобщение от автора, на основа на данни от БНБ, Търговски регистър

Общата стойност на този пазар възлиза на 6 401 816 000 лв. към 31.12.2017 г. Това е ръст от 4,38% спрямо година по-рано. Този ръст е значително по-висок от реализирания в банковия сектор за този период. Очакванията са небанковият пазар да расте все повече и да продължава да поддържа стабилна алтернатива на банковия сектор.

Изводи

1. Изведени са характеристиките на бенефициентите, размер на експозициите, срочност на експозициите, среден процент на необслужваните кредити, в кой сегмент е съсредоточен най-големият процент необслужвани кредити.
2. Подчертани са бизнес моделите на всеки тип небанково дружество, както и определената нормативна рамка, на която е подчинено. Приносите са анализът на небанковите финансови институции в България, както и измерването на небанковия пазар за кредитиране.

3. Обособен е бизнес моделът на новосъздадените платформи за групово кредитиране.
4. Измерен е и е анализиран пазара за небанково микрофинансиране в България.
5. Подробно са обследвани регулаторните нормативи на всеки един от участниците на този пазар и рестрикциите, на които са подчинени.
6. Изведени са тенденциите в небанковото потребителското кредитиране.

Глава 3: Оценка на стойността на небанкова финансова институция за микрокредитиране

Трета Глава има за цел да бъдат приложени изводите за подходящи методи за оценка на дружество за небанково микрокредитиране, като се вземат предвид изведените специфики на дейността, нормативната уредба, тенденциите, характеристиките на пазара.

Оценяването на небанковите финансови институции донякъде се препокрива с оценката на цяло предприятие. Особено след глобалната финансова криза през 2009 г. Проблемите се свеждат до два основни елемента.

Първият е, че паричният поток на финансовите институции не може да бъде конкретно предвиден, тъй като капиталовите разходи, работещият капитал и дългът не са ясно дефинирани.

Вторият е стриктната регулаторна рамка, която ги контролира. При банките има конкретни изисквания за това как дружеството се капитализира, къде се инвестират парите и колко бързо може да се разрастват. Може да се промени рязко стойността на едно дружество при неочаквана промяна в регулаторната разпоредба.

Според Дамодаран (2009) най-добрият начин за оценяването на такъв тип специфична институция са моделите за чистата стойност на активите, както и настоящите и бъдещите дивиденди, вместо свободните парични потоци съотнесени към собствения капитал.

В сферата на **заложни къщи** има няколко фактора, които трябва да се вземат предвид изрично при определянето на стойността на фирмата. Единият е правната рамка, която ги регулира. Както вече беше споменато, тази дейност в България се контролира от

Наредбата за дейността на заложените къщи от 2009 г. Преди нея, бизнес моделът е съчетавал почти всякакви форми на кредитиране. Една заложна къща като юридическо лице е можела да извършва ипотечи, да дава бърз кредит срещу лична карта, и дори да дава финансов и оперативен лизинг. Поради нарастване броя на измамите и некоректните сделки, държавата се намесва и стриктно фиксира дейността. След наредбата заложната къща няма право да извършва никаква друга дейност, освен даване на заем срещу движимо имущество. Кое то автоматично отхвърля възможността да се предоставят допълнителни услуги като парични преводи, плащане на битови сметки, застраховки или ипотечни кредити, както е в Англосаксонските държави. Тоест промяната на регулаторната среда пряко се отразява на стойността на този вид бизнес, заради ограничаващото право да се добавят други услуги, които да увеличат приходите, печалбите и клиентската база.

Друго следствие от спомената наредба е ограничаването на размера на лихвите по заемите. Тя е фиксирана на 3 % на месец, което е чувствителен спад за възвръщаемостта на бизнеса, тъй като преди това се е работело на лихвени нива, които достигат до 20% на месец.

Ключови фактори за коректно оценяване на компания за заложни къщи са портфолиото за залози и системата за сигурност. Защото всяка фирма има различна политика за оценяване на заложената вещь, отпуснатия заем може да варира от 30% до над 100% от продажната й цена. Тоест възможно е да се закупят надценени или фалшиви залози, което да доведе до силно завишено кредитно портфолио. Необходими са оценка и анализ на всяка една вещь и съотнасянето й с нейната пазарна цена, да бъдат включени амортизацията или дори обезценка на дадени вещи.

Двата ключови елемента, които определят стойността в небанковите финансови институции за микрокредитиране са цената на собствения капитал, който е функция на риска, произтичащ от инвестициите на фирмата и възвръщаемостта на собствения капитал, който се определя както от бизнес решенията на компанията, така и от регулаторни ограничения.

При оценяване на стойност има още няколко специфики за тези институции.

Първата е, че естеството на техния бизнес прави трудно определянето, както на дълга, така и на реинвестирането, което затруднява оценяването на паричните потоци. Дългът изпълнява ролята на суровина.

Втората е, че те често са силно регулирани и промените в регулаторните изисквания могат да имат значителен ефект върху стойността. Всяка фирма, която предоставя финансови продукти и услуги на физически лица или на други фирми може да се категоризира като фирма за финансови услуги. Дейността, свързана с финансови услуги ще се категоризира в четири групи от гледна точка на това как са организирани приходите. Например банката реализира печалба от разликата между лихвата, която плаща на вложителите си и лихвата, която начислява на онези, които заемат от нея, и от други услуги, които предлага на вложители и кредитори.

Друг ключов фактор при анализ на оценяване на такова дружество е вътрешният контрол на дружеството. Поради спецификата на дейността си всички активи са парични и представляват лесна заплаха от кражби и измами. „Контролът е процес, който включва измерване, оценяване и регулиране на елементите на изследваната система чрез използване на комуникационна мрежа. Един задълбочен поглед изисква измерване и подробно разглеждане на действащата система за сигурност и контрол, за да се избегнат бъдещи злоупотреби.

За целите на дисертационния труд е изведен обзор на сделките по сливания и придобивания в сферата на небанкови финансови институции за микрокредитиране. Предоставените данни са както за българския, така и за международния пазар. Систематизирани са извършените сделки в Европа през последните 10 години в изследвания сегмент.

Таблица 2 Преглед на сделките във финансовия сектор за 2008-2018 г. в Европа

Брой операции по статус		Брой сделки в Европа	842
Обявени	107		
Приключени	719	Име на компанията	Брой сделки

Отказани	16	Kancelaria Medius S.A. (WSE:KME)	14
Общ брой транзакции	842	DDM Debt AB (publ)	5
		APS Holding a.s.	4
Брой транзакции по вид		DDM Holding AG (OM:DDM)	4
частно предлагане	77	Getin Holding S.A. (WSE:GTN)	4
Сливане/придобиване	335	Intrum Justitia AB (OM:INTRUM)	4
Публично предлагане (IPO)	410	Public Joint Stock Company Alfa-Bank	4
Фалирали	0	State Corporation Bank for Development and Foreign Economic Affairs (Vnesheconombank)	4
Buyback	13	AO Daglis	3
Саморегистрирани	7	B&N Bank (Public Joint-Stock Company)	3

Източник: S&P capital IQ, март 2018 г.

За този период в Европа са извършени сделки на стойност USD 14 931,54 млрд. долара, което е средна цена от USD 158,85 млн. на сделка.

С оглед на всички реализирани сделки, разгледани дотук става ясно, че има няколко причини, които влияят върху мотивацията на сключените сделки. Едната е в практиката на сливане на две действащи мащабни институции за небанково кредитиране, които целят да увеличат своята стойност, не само като кредитно портфолио, но и като разрастване и монополизиране на дадения пазар. Друга причина е когато по-голямо дружество, с повече опит и възможности придобива по-малък играч на пазара. В посочения пример с Изи Кредит Мениджмънт и закупуването им на финансово предприятие с отрицателен

финансов резултат, но с добавена стойност под формата на нематериални активи, а именно социалният нематериален актив - мрежата от стотици кредитни агенти. Третата мотивация обикновено е придобиването като начин да се стъпи на нов пазар. В този случай явният фактор, който увеличава стойността за купувача е неговото международно присъствие и демонстрация на растеж.

За целите на този труд е избрано единственото дружество, чиито акции са публични и се търгуват на БФБ като представително за целия пазар на заложените къщи в България. Поради спецификата на този вид бизнес той е малко анализиран в научните трудове.

Анализираното дружество представлява верига зложни къщи. Основната дейност на дружеството е предоставянето на парични заеми срещу залог на движимо имущество. Анализираното дружество е единственото по рода си публично акционерно дружество – верига зложни къщи, чиито акции се търгуват на Българската фондова борса.

Извършена е практически приложение на оценка на дружество, по три различни модела. По метода на дисконтираните парични потоци в три различни бъдещи сценария. Първият е песимистичен, реалистичен и разбира се оптимистичен.

Таблица 3 Относителни тегла на различните сценарии в справедливата цена по метода на дисконтираните парични потоци

Метод на дисконтираните парични потоци	Песимистичен сценарий	Реалистичен (базов) сценарий	Оптимистичен сценарий	Тегло на модела в крайната оценка	Справедлива цена според метода
Цена	6.5	11.1	13.4	30%	10.9 лв.
Тегло	10%	80%	10%		

Източник: Авторът

Извършена е и оценка чрез метода на сравнение с компании – аналози.

Таблица 4 Сравнение на тежест оценката от резултатите на различните сценарии на анализираното дружество

Сравнение с компании аналози	песимистичен сценарий	реалистичен сценарий	оптимистичен сценарий		Справедлива цена според метода
Цена в лв.	7,70	9,10	10,40		
Тегло	33%	34%	33%	30%	9,1

Източник: Авторът

Приложение на Метод на остатъчния доход за оценка на небанково дружество за кредитиране

Методът на остатъчния доход позволява да се оцени стойността, която фирмата създава, след като удовлетвори акционерите си за поетия от тях риск, също измерва скрития потенциал за генериране на *доходи* при алтернативно ползване. *Остатъчният доход* за всяка година се изчислява, като от прогнозната нетна печалба се извади цената на финансиране със собствен капитал. *Терминалната стойност* на остатъчния доход се извежда на база допускането, че в годините напред остатъчният доход, който генерира компанията, ще намалява и ще достигне средните за сектора нива.

Крайната оценка е формирана на база средно претеглените цени, получени по трите метода, като е взето предвид влиянието на специфичните отделни фактори, които влияят. В резултат на приложените методи се изведе крайна справедлива цена от 8.20 лв. за обикновена акция.

За формиране на крайната цена най-висока **тежест** е отдадено на метода на остатъчния доход. По-ниското тегло на DCF модела в сравнение с метода на остатъчния доход се дължи на оценката, че съществува висока степен на несигурност относно терминалната стойност на паричните потоци на компанията. Също така, от абсолютните оценъчни методи във финансовата практика методът на остатъчния доход се предпочита пред DCF модела за оценка на компании, предоставящи финансови услуги.

Таблица 5 Тегло на модел в крайната оценка

Метод на дисконтираните парични потоци	Справедлива цена	Тегло на модел в крайната оценка
Цена	10.9 лв.	30%
Тежест		
Метод на остатъчния доход	Справедлива цена	Тежест на модел в крайната оценка
Цена	5.5 лв.	40%
Тежест		
Метод на сравнение с компании аналози	Справедлива цена	тежест на модел в крайната оценка
Цена	9.1 лв.	30%
Тежест		
Справедлива цена	8.2 лв.	

Източник: Авторът

При оценката чрез *модела на дисконтираните парични потоци* и при метода на остатъчния доход най-голяма тежест има базовият сценарий, тъй като той се доближава до най-точна прогноза за бъдещото развитие на компанията, докато в оптимистичния и песимистичния сценарий са имплементирани значително по-крайни, респективно по-слабо вероятни, прогнози. При *сравнението с компании - аналози* равнопоставено се зачитат и трите различни сценария, тъй като данните за всеки от тях са базирани на текущи пазарни данни и липсва критерий, на база на който да присвоим по-високо или ниско тегло на някой от сценариите.

След подробен подбор и анализ на различните методи за оценка на стойност се открояват няколко, които са подходящи за оценка на този тип дружества, защото вземат предвид специфичните фактори, които оказват влияние на стойността им. *Това са методът на дисконтираните парични потоци, сравнения с компании-аналози, методът на остатъчния доход, и SWOT анализа.*

Изводи

В трета глава се изследват актуалните сделки за сливания и придобивания на небанкови финансови институции през последните 10 години, както в България, така и по света. Систематизират се факторите, които влияят върху стойността точно на този тип компании. Приложен е практически анализ за типично публично небанково дружество от този сектор, чрез най-подходящите методи, изведени в предходната глава. Приносите са анализът на сделки за сливания и придобивания на небанкови финансови институции, извеждането на най-адекватните методи за оценка на небанкови дружества за микрокредитиране в България, предлагането на модел за оценка на конкретна небанкова финансова институция за микрокредитиране.

Като извод от разгледаните фактори, които влияят на анализа на стойността на всички предприятия, специфичните такива, които характеризират фирмите за финансови услуги са техните активи, които са раздадени на пазара, печалбите, които са провизии за бъдещи загуби и трудностите при определянето на дълга и реинвестирането – всички те имат влияние върху начина, по който тези предприятия се оценяват.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Резултатите от проведените в съответствие с целта и задачите на дисертационния труд теоретични и експериментални изследвания се свеждат до следните основни приноси:

В дисертационния труд се извеждат ключовите фактори, които влияят върху стойността на небанкови финансови институции за микрокредитиране. Изведена е спецификата на тези дружества и се достига до няколко извода, които важат за всички тях.

Поставената работна хипотеза, че има специфични фактори, които повлияват върху анализа на стойността и извършването на оценка на небанкова финансова институция, е **доказана** чрез синтез на съществуващите теоретични постановки, които са свързани с измерването на стойност, видовете, подходите и нейното реално приложение върху

действащо дружество. Взето е под внимание влиянието на нормативната рамка върху бизнеса през последните 10 години. Извършен е анализ на целия пазар за небанково кредитиране в България, както и всички сделки по сливане и придобиване на същите институции.

Следващи научни разработки могат да бъдат насочени към изследване на пазара на микрокредитиране от небанкови финансови институции, анализ на съществуващата нормативна уредба на този вид дейност, изследване на взаимовръзките на тази дейност с развитието на банковия сектор, капиталовия пазар, лизинговия пазар и финтех компаниите.

IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСИТЕ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

- Извеждане на специфики в бизнес модела на функциониране на небанковите финансови институции за микрокредитиране
- Изследване на понятие за стойност на небанкова финансова институция за микрокредитиране в България
- Определяне на пазара на небанково кредитиране от институции за микрокредитиране, извеждане на етапи, тенденции и неговото измерване
- Анализ на сделки за покупко-продажба на дружества за микрокредитиране в България, Европа и САЩ за периода 2008-2018– мотиви, постигнати цени, причини за постигнатите цени
- Извеждане на подходящи методи за оценка на небанкова финансова институция за микрокредитиране – въз основа на бизнес модела, спецификите, факторите, които влияят върху оценката, изведени в изследването

- Разработване на модел на оценка на небанкова финансова институция за микрокредитиране в България, състоящ се от три метода за измерване на стойност – приложение за конкретно дружество

V. НАУЧНИ ПУБЛИКАЦИИ, СВЪРЗАНИ С ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Вачева, И. (2015). Същност на небанкова финансова институция за микро кредитиране – теория и практика в България, Икономиката на България и Европейския съюз: конкурентоспособност и иновации, 919. София: Изд. “Григорий Богослов” (ISSN: 978-954-8590-35-8)

Вачева, И. (2017). Методи за определяне на стойността на дружества за небанково кредитиране, VUZF Review, 3, 22-29. София: Изд. “Григорий Богослов” (ISSN: 2534-9228)

Вачева, И. (2017). Характеристики на дружество за небанково кредитиране, „Икономиката на България и Европейския съюз в глобалния свят”. Сборник с доклади, 260. София: Изд. “Григорий Богослов” (ISSN: 978-954-8590-45-7)

**ДЕКЛАРАЦИЯ
ЗА АВТОРСТВО И ДОСТОВЕРНОСТ**

Долуподписаната Ирена Тодорова Вачева, докторант в катедра „финанси, застраховане и осигуряване във ВУЗФ, гр. София,

ДЕКЛАРИРАМ:


Представената от мен дисертация е лична моя авторска разработка, резултат от собствени изследвания.

Потвърждавам, че тя в нейната цялост и отделни части не е била използвана за придобиване на образователна и/или научна степен.

Формулировки, идеи и текстове, взети от други източници, са цитирани според изискванията.

Дата: 10.03.2019г.

Автор на дисертацията:


Ирена Вачева