

УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВ РИСК В ДЕЙНОСТТА НА ТРАНСНАЦИОНАЛНА КОРПОРАЦИЯ (НА ПРИМЕРА НА АКТАВИС)

Николай Мазаджиев¹

Увод

Финансовият риск в дейността на транснационалната корпорация е обект на много опити за изследвания във финансово-счетоводната литература, но в по-ограничена степен, в сравнение с анализа на откритост на рискове на финансовите и инвестиционни компании. Голяма част от литературата, посветена на финансовия риск, е съсредоточена предимно върху компании от финансовия сектор, инвестиционни и търговски банки, хедж фондове и застрахователни дружества. Тази тенденция е продиктувана от неблагоприятното развитие през последното десетилетие, свързано с международната финансова криза, причините за която се крият в банковия и финансовия сектор.

Според автора опитите за структуриран анализ на финансовия риск в транснационалните корпорации от производствения сектор са непълни и засегнати несъществено във финансовата литература. Това обстоятелство е породено най-вече от съсредоточаването на авторите предимно в областта на финансово-застрахователния бизнес за сметка на незначителен обем на изследванията, посветен на транснационалните корпорации, опериращи в реалния производствен сектор. Относно финансово-застрахователните и инвестиционните компании в теорията и практиката е разработена стройна система от количествена методология за изследване на финансовия риск.

Същото обаче не може да се каже за компаниите в областта на реалния сектор. За тях авторите предлагат предимно качествени методи за анализ на риска и съществува празнота в литературата относно количествените методи за анализ на финансовия риск в областта на транснационалните корпорации. **Хипотезата на автора** е свързана с възможността за изграждане на структуриран подход, концепция за изследване на финансовия риск, в частност – валутния риск, в дейността на транснационалната корпорация.

В настоящата студия авторът се съсредоточава върху теоретичните и практическите аспекти на тази недостатъчно изследвана научна

¹ Николай Мазаджиев е докторант към катедра "МИО и бизнес" в УНСС, e-mail: Nikolay.Mazadzhiev@actavis.com

област. В използвания подход са интегрирани количествени и качествени критерии за изследване на финансовия риск поради убеждението на автора, че фокусирането само върху единия или другия аспект би ограничило пълноценния поглед върху изследвания проблем. **Приносът от предлагания подход** е синергията между реални процедурни методи, използвани в практиката, и статистически анализ, базиран отново на емпирични данни. **Научното изследване е методологично построено** върху основата на методите за управление на финансовия риск във финансовия сектор и приложимостта на тези методи в изследване на финансовия риск и в нефинансовия сектор.

Основните научни аргументи в настоящото изследване са породени или свързани с ограничения анализ на финансовия риск на транснационалната корпорация в нефинансовия сектор. Финансовият риск е напълно релевантна категория и за транснационалните корпорации, опериращи в областта на индустрията, производството и търговията със стоки и услуги. Глобализацията е един от водещите фактори, който е довел до значително увеличаване на откритостта на тези компании към финансов риск поради дейността им в различни юрисдикции, различни валути и различна културна среда. В годините след последната световна финансова криза формите на финансов риск са една от най-актуалните теми във финансовия и академичния свят.

Основната теза е свързана със систематичното изследване на теоретичните постановки за формите и управлението на финансовия риск в транснационална корпорация от производствения сектор, с потвърждаване или отхвърляне на теоретичните и практическите подходи в тази област, с детализиране и допълнителен научен принос в областта на непълно изследвания в конкретната област нефинансов сектор. **Тезата на автора** е, че е възможно използването на нов подход към проблема откритост на финансов риск, като този подход интегрира статистически количествени и качествени методи и е подходящ за производствени транснационални корпорации.

Целта на изследването е анализиране и представяне в качествено и количествено отношение на различните форми на финансов риск и подходите за тяхното управление в транснационалната компания.

Задачите на изследването са да се анализират и установят формите на финансов риск в избраната компания, подходите за тяхното управление, анализът на историческите финансови количествени и качествени данни с цел установяване на откритостта към различни видове финансови рискове.

Съществен принос на настоящото изследване са актуалността и приложимостта на темата в съвременната икономическа действителност, както и аспектите на приложението относно управление на финансовия риск в България. В основата на уникалността на текущото изследване стои извършеният анализ на формите и управлението на финансов риск чрез статистически методи, базирани върху реална емпирична информация, отхвър-

лянето или потвърждаването на теоретичните постановки в тази област и формулирането на научно базирани препоръки за оперативно управление на финансовия риск в международен мащаб. Формите на финансов риск, придобили, както посочихме, особена актуалност в последното десетилетие – във връзка със световната финансова криза, допринасят за съвременния стил на изследваната проблематика.

В хода на изследването авторът защитава следните **няколко основни хипотези**, които са потвърдени или отхвърлени в емпиричната част на студията. На първо място, финансовият риск в транснационалната корпорация може да бъде изследван и управляван в достатъчно добра степен с помощта на статистически количествени, както и качествени методи.

Структурираните научни методи за анализ на финансовия риск не трябва да бъдат надценявани и с голяма вероятност може да бъде очаквано възникването на извънредно рисково събитие, което не може да бъде предвидено.

Настоящата студия потвърждава фундаменталното значение в теорията и практиката за управлението на финансовия риск **на интегрирания подход**, в съзвучие с последните тенденции в областта на управлението на риска, **като най-подходящ метод за управлението на финансовия риск** в транснационалната корпорация.

Фармацевтичната корпорация Актавис – обект на емпиричното изследване, е транснационална корпорация поради следните няколко факта относно дейността ѝ: тя е третият най-голям производител на генерични лекарства в САЩ; има завоювана позиция сред петте фармацевтични лидера в близо 20 държави; присъства в близо 100 държави и 40 производствени локации в целия свят.

Настоящото изследване се съсредоточава предимно върху транзакционния валутен риск, въпреки че на много места в студията се разглеждат в по-ограничена степен и други видове финансови рискове. Структурата на изследването е хармонизирана със съвременната концепция за интегрирания подход за управление на риска.

Глава първа: Теоретични основи на изследването

В предварителния етап на изследването авторът на студията очертава следните **изходни моменти, засягащи теоретичните основи на настоящата студия:**

Обектът на изследването представлява финансовият риск в транснационалната корпорация.

Предметът на изследването са въпросите и проблемите във връзка с изследването и управлението на финансовия риск. **Очакваният продукт от изследването** е идентифициране на нов подход, свързан с управлението

на валутен риск, емпирично потвърждение на този подход и препоръки за управление на финансовия риск.

Научният принос от изследването се заключава в следните няколко аспекта. **На първо място**, практико-приложният принос на настоящото научно изследване се състои в анализа на финансовия риск на една транснационална корпорация в производствения сектор, както и във формулирането на препоръки за неговото ефективно управление. Научният принос е в пряка връзка с предмета на изследването, а именно – управлението на финансовия риск. **Като втори принос** от изследването авторът би отбелязал извършения анализ на количествени и качествени емпирични данни и доказването на теоретично изведените постановки във финансовата област, както и новия теоретико-методологичен подход за управление на валутния риск. Съществен **друг принос на настоящото изследване** са актуалността и приложимостта на темата в съвременната икономическа действителност, както и аспектите на приложението относно управление на финансовия риск в България.

Изследването на финансовия риск в студията с голяма вероятност би могло да доведе до предпоставки и насоки за допълнително (ново) изследване поради очакваните методологични проблеми:

- В проблематиката, посветена на изследваната тема, могат например да бъдат очаквани определени методологични проблеми, свързани с продължителността на изследвания период. Във финансовите корпорации изследваният хоризонт обикновено е по-краткосрочен, спекулативен, докато в транснационалната фирма дейността е дългосрочна, което води до различен подход при финансовото моделиране.
- Друго предизвикателство в настоящото изследване са устойчивите теоретични методи, възприети във финансовата теория и практика на инвестиционното банкиране, които могат да се окажат неудачни за изследване на риска в една традиционна организация, занимаваща се с производство и търговия на стоки.
- Не на последно място, ограничения при анализа биха предизвикали качеството и количеството на емпиричната информация, върху която се базира настоящото изследване.

Поради горепосочените предизвикателства авторът на изследването е включил обсъждане на методиката и теоретичната рамка на работа в теоретичната част на настоящата студия.

1. Форми на финансов риск

В настоящото изследване авторът е представил анализа на формите на финансов риск въз основа на общовъзприетата класификация на финансовите рискове, които се разделят преди всичко на лихвен, валутен и кредитен

риск. Тази класификация се потвърждава в световната практика, както и от български изследователи в областта на международните финанси като Йорданка Статева (Статева, 2015).

Съществуват и други класификации на финансовите рискове в литературата, но използваната в изследването класификация е широко възприета в световната теория и практика. Авторът е привърженик на тази научна класификация именно поради функционалния принцип на разделение на финансовите рискове, което подпомага процеса на тяхното управление.

Рискът в транснационалната корпорация е регулиран и нормативно в Международен счетоводен стандарт 7. МСС 7 се спира на три основни вида риск: кредитен риск, ликвиден риск и пазарен риск, но, както изрично се посочва в текста, това не е изчерпателен списък и могат да съществуват и други видове риск в мултинационалната компания. Дефиницията на различните видове риск изхожда от счетоводно-финансовото понятие за "справедливата стойност" на бъдещите парични потоци. При възникване на условия за промяната на бъдещите парични потоци в зависимост от несигурно бъдещо рисково събитие се наблюдава възможност за възникване на риск.

Отделните елементи на финансовия риск могат да се изложат в следната фигура, която показва връзките помежду им, както и взаимодействието с оперативния риск на дружеството (фигура 1)¹:



Фигура 1

Фигура 1 представя съвременния интегриран поглед върху анализа и управлението на риска. Управлението на риска в миналото се е основавало върху самостоятелно управление на различните типове риск, като рисковете са били разглеждани като независими един от друг и хеджирани един

¹ Фигурата е изработена от автора (б.а.).

по един. Този подход обаче води до допълнително хеджиране на рисковете, което се явява над необходимото ниво на хеджиране за организацията като цяло. Значително намаление на разходите за хеджиране може да се постигне, когато се хеджира само нетната откритост. Цялостният поглед върху управлението на риска на организацията може да доведе и до идентификация на естествено хеджирана откритост и стратегическа посока към възприемане на дейности, които са с по-нисък риск за организацията като цяло (Jorion, 2007, p. 515).

В миналото транснационалните компании са оценявали транзакционните си валутни рискове в различни валути и са ги хеджирали индивидуално. Проблемът с този подход е, че той е игнорирал връзката между финансовите индикатори (Jorion, 2007, p. 527). Съвременният интегриран подход води до по-ниски транзакционни разходи поради хеджиране само на интегрираната нетна откритост на ниво транснационалната компания като цяло.

Освен тези изброени финансови рискове, имаме и по-широк аспект на дейността за анализ и контрол на риска. Контролът на финансовия риск е подсистема на общата система за контрол на риска на транснационалната компания. Управлението на финансовия риск е подсистема на по-голямата система за контрол на риска в мултинационалната компания. Бихме добавили, че освен управлението на стратегическия, оперативния и тактическия риск (представител на които е финансовия риск), голямо значение в транснационалната компания има и управлението на риска на ниво проект. Голяма част от дейността на транснационалната фармацевтична корпорация е организирана на ниво краткосрочни и дългосрочни проекти, което обуславя и важноста на управлението на риска на ниво проекти.

Друго съществено предимство на интегрирания подход е ограничаването на разходите за застраховане на риска на транснационалната корпорация, като хеджирането и застраховането на рисковете се извършва не на ниво индивидуален риск, а на ниво интегриран риск. Някои компании предприемат допълнителна стъпка в процеса, като в резултат на интегрирания подход и след внимателен анализ на различните видове риск стигат до извода, че не е необходимо външно застраховане на рисковата откритост (British Petroleum), освен в случаите, когато такова застраховане се изисква от законови норми.

Централизираният подход за управление на риска спомага за ограничаване и на транзакционните оперативни разходи в транснационалната корпорация. До средата на 90-те години на миналия век системите за хеджиране се фокусираха върху източниците на риск индивидуално, тоест всеки тип риск се управлява индивидуално и независимо от останалите видове риск. Транснационалните корпорации оценяваха транзакционните си рискове в различни валути и ги хеджираха самостоятелно. Проблемът

с този подход е, че той пренебрегва корелационната връзка между финансовите променливи.

Финансовата дейност и управлението на финансовия риск е допълнителна дейност, която осигурява изпълнението на общите стратегически цели на компанията. Това означава, че насоки за управлението на финансовия риск не може да се очаква да бъдат формулирани в общите цели на компанията. Те се разглеждат на второ ниво в рамките на корпоративната структура на финансовия отдел. Въпреки това обаче, от общите стратегии на компанията може да се направи извод към кои видове риск можем да очакваме откритост. "Навлизане на нови пазари и нови пазарни ниши" – тази формулировка предполага наличието на бъдеща откритост към валутен риск.

В това отношение може да се заключи, че всички тези финансови рискове съществуват в нефинансовата корпорация и влиянието им е съществено.

1.1. Валутен риск

1.1.1. Транзакционен риск

Всяка компания, която оперира с чужди валути, има откритост на транзакционен валутен риск. Стойността на чуждовалутните постъпления в националната валута на компанията износител зависи от съответния валутен курс. Несигурността относно промяната на курса на чуждата валута на постъпленията спрямо националната валута на износителя за срока на постъпленията определя несигурността относно финансовия резултат на компанията в националната ѝ валута, респ. налице е откритост на транзакционен риск (Статева, 2015, с. 38). Транзакционният валутен риск е рискът, свързан с промяната на справедливата стойност или настоящата стойност на бъдещите парични потоци на финансов актив или пасив, свързана с промяната на валутния курс. Финансовият актив или пасив може да бъде вземане, задължение, приход, разход или финансов инструмент, който е деноминиран във валута, различна от валутата в която се изготвя счетоводният отчет.

Транснационалните корпорации имат откритост към такъв риск поради тяхната дейност на различни пазари и в различни валути. Този риск може да се измери спрямо валутния курс в момента на възникване на актива или пасива, както и спрямо валутния курс, приет при изготвянето на бюджета и дългосрочния план.

Транснационалната корпорация управлява валутнокурсния риск, като управлява приходите от дадена валута да съответстват на разходи и себестойност от същата валута, както и активите, деноминирани в дадена валута, да съответстват на пасивите, деноминирани в същата валута. Компанията също има откритост към потенциални печалби/загуби от проценка на

валутни активи и пасиви, които възникват в хода на нормалната оперативна дейност. Във връзка с всичко това компанията е разработила различни механизми за управление на валутнокурсския риск като валутнокурсисти форуърдни контракти и опции.

Стратегията на изследването ще бъде подчинена предимно на транзакционния валутен риск в транснационалната корпорация. Причината е, че управителните органи на дружеството обикновено разглеждат този тип транзакции като основен източник на финансов риск. Авторът ще се спере на количествените и качествените методи за управление на транзакционния валутен риск, базирайки се на емпирични данни за конкретния субект на изследването, като същевременно формулира конкретна хипотеза, потвърждавайки или отхвърляйки самата хипотеза и, вероятно, формулирайки нова хипотеза или нова насока на изследването.

1.1.2. Оперативен риск

Това е най-мощната форма на валутен риск, която засяга цялостния процес на производствено-търговската дейност на компаниите. Другите форми на валутен риск засягат отделни аспекти от дейността на компаниите (Статева, 2015, с. 42).

Оперативният валутен риск по същество е свързан с възможността промяната във валутните курсове да доведе до промяна в стойността на оперативните парични потоци на фирмата. Формирането на оперативна откритост означава, че в резултат на появила се трайна тенденция в развитието на определени валутни съотношения настъпва промяна в конкурентните позиции на пазара за една компания и тази промяна се реализира примерно чрез неблагоприятен ефект върху финансовото положение и – съответно – върху печалбата на компанията (Статева, 2015, с. 43).

Събитията, случили се във финансовия свят през близкото минало, без съмнение водят до преценка на общовъзприетите методи в професионалната област – управление на риска. Приложената таблица съпоставя традиционните схващания и неконвенционалните истини относно подходите към управлението на риска във финансовата теория и управлението на бизнеса (Funston, Wagner, 2010, р. 34). Тези подходи към управлението на риска като цяло формират и модерния поглед към управлението на оперативния валутен риск в частност. Рисковите фактори, които могат да повлияят на изменението на откритостта към оперативен валутен риск, би трябвало да се разглеждат от изследователите като променливи, екстремни, непредвидими. Настоящото изследване би трябвало да включи в методиките си подходящо отражение на тази нова осъвременена типология на валутния риск.

Предложеният интегриран подход за управление на валутния риск включва елемент "обратна връзка", който позволява постоянното наблюдение и корекция на възприетата стратегия за управление на оперативния валутен риск. Именно този елемент позволява своевременното коригиране на стратегията за управление на валутния риск в условия на голяма променливост на външните фактори, на непредвидимост на макро- и микроикономическите условия. Същевременно стратегията за управление на валутния риск в предложения интегриран подход разглежда риска като възможност за развитие на самата транснационална корпорация, а не само като неблагоприятно влияние, което следва да бъде неутрализирано.

Конвенционална теория:	Неконвенционална (алтернативна) теория:
Рисковите фактори са непроменливи и до голяма степен постоянни;	Рисковите фактори са променливи;
Рисковите събития са подчинени на нормално статистическо разпределение;	Рисковите събития са в преобладаващата си част "екстремни" и не се подчиняват на нормално статистическо разпределение;
Екстремните, непредвидими събития са редки и трябва да се третират като аномалии;	Крайните, непредвидими събития са доста по-чести от общоприетата представа и е необходимо да бъдат управлявани, вземайки предвид тази презумпция;
Прогнозите са точни и надеждни;	Прогнозите като цяло са ненадеждни и неточни;
Събитията са независими едно от друго;	Събитията си взаимодействат едно с друго;
Финансовите пазари са ефективни и рационални, подчинени на общите принципи на икономическата теория.	Пазарите са като цяло неефективни, и нерационални.

Като извод от горепосочените съпоставки съвременните автори защитават тезата, че е по-правилно да се говори не толкова за отделен процес по управление на риска в предприятието, а по-скоро за управление на предприятието изобщо, като процесът на управление на предприятието включва във всяко решение, практическо действие и инициатива също и елемент на анализ и управление на риска (Funston, Wagner, 2010, p.p. 277-278). Този момент е в пряка връзка с една от тезите на изследването, а именно – все по-разпространеното налагане в теорията и практиката на интегрирания подход за управление на риска. Този подход ще бъде основополагащ и в настоящото изследване, като

финансовите рискове, възникващи в транснационалната корпорация, ще бъдат разглеждани интегрирано и цялостно, а не изолирано.

Като цяло, финансовият риск се приема от компаниите като необходимо присъщ и се полагат усилия за неговото управление при размер на откритостта по-голям от предварително определен праг на същественост. Рядко се използват техники за ограничаване на този риск поради факта, че той е много динамичен и се проявява в ежедневната оперативна дейност на предприятието. Основните рискове и възможности се пораждаат обикновено от фундаментални промени като разширяване на клиентската база, навлизане в нови пазарни сегменти и др. п. (Funston, Wagner, 2010, p. 56). Този тип рискове са с потенциал за възвръщаемост и са необходимо присъща част от бизнес модела на всяко предприятие. Когато рискът е свързан с потенциална възвръщаемост, той не би следвало да се избягва от корпорацията, а напротив – да се поощрява поемането на такъв тип рискове (фигура 2¹).



Фигура 2

Оперативният валутен риск в мащаба на изследването може да се отнесе по принцип към всяка една от категориите на пирамидата, но в преобладаващата си част се отнася към основата на пирамидата, а именно – рискове, свързани с оперативната дейност на дружеството, които могат да доведат до потенциални загуби за предприятието. Хоризонтът на оперативния валутен риск е по-краткосрочен, обикновено по-кратък от един финансово-отчетен период.

¹ Фигурата е разработена от автора – б.а.

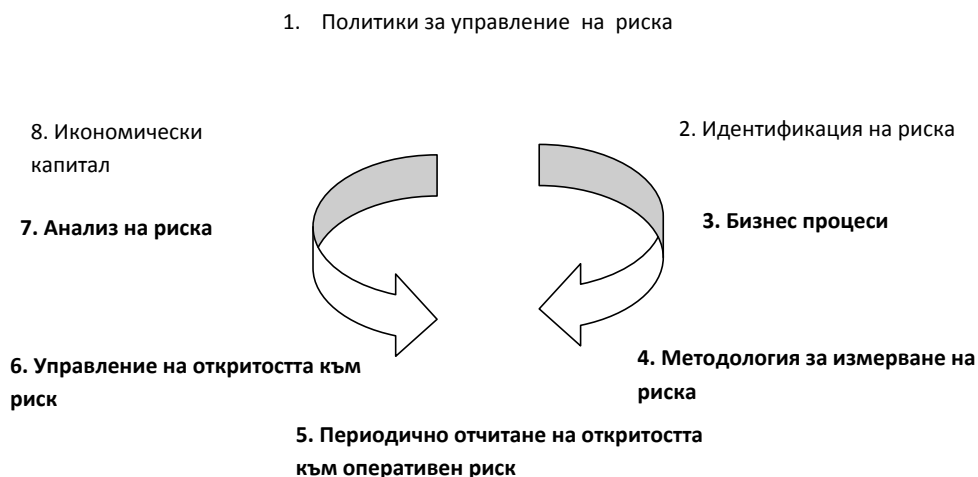
Конвенционалната теория за управлението на риска е съсредоточена предимно върху защитата на съществуващите активи. Това е много важна дейност за предприятието, но е недостатъчна за осигуряване и поддържане на конкурентното предимство за дружеството. В нефинансовата компания управлението на оперативния валутен риск е предимно с цел защита на съществуващите активи на дружеството от валутно-курсов риск, оптимизация на съществуващите пасиви и запазване на акционерния капитал от променливостта (в този контекст може да се срещне и употребата на термина волатилност – б.р.) на валутните курсове. Наличието на институционализиран корпоративен рисков мениджмънт изпраща положителен сигнал към инвеститорите относно защитата на текущите инвестиции и улеснява привличането на нови.

Собствено изследване на консултантската и одиторска компания Deloitte показва, че основните проблемни области, свързани с откритост на риск, са областите от върха и средната част на пирамидата. Компаниите не трябва да очакват да бъдат възнаградени с конкурентно предимство, ако се справят отлично само с операциите в основата на пирамидата. И въпреки това, основните проблеми в корпоративния свят могат да се проследят именно в този сегмент (Deloitte Research, 2007, p. 3).

Вертикалната интеграция на рисковете в корпорацията е в синхрон с тезата на изследването за интегриран подход при изследването и управлението на риска. Не би било ефективно рисковете, възникващи на оперативното ниво, да се управляват изолирано от стратегическата откритост към риск на транснационалната корпорация.

Като извод от изследването авторът препоръчва на мениджмънта на транснационалните корпорации да не се колебаят да поемат риск в средната част и върха на пирамидата, въпреки потенциала за увеличаване на риска в основата на пирамидата. И като закономерен резултат от интегрирания подход изгледите за общия риск на дружеството ще бъдат благоприятни.

Според някои автори, представители на финансови, банкови, застрахователни и консултантски среди са необходими най-общо осем ключови елемента, за да бъде осъществена успешно една корпоративна платформа за управление на оперативния риск. Тези осем елемента включват: изработване и налагане на вътрешна политика на базата на общодостъпна терминология, изработване на карти на бизнес процесите, изработване на методология за количественото измерване на откритостта към оперативен риск, внедряване на система за периодичен мониторинг на риска, периодично провеждане на дейности по анализ на риска и отделяне като резерв на част от икономическия капитал – като функция на защита от оперативния риск (Crouhy et al., 2014, p. 504), (фигура 3).



Фигура 3

1.1.3. Транслационен (преводен) риск

Откритост на преводен (транслационен) риск имат компании с филиали в чужбина. Това е по същество счетоводен риск, който се реализира при изготвянето на консолидирания финансов баланс на мултинационалната корпорация и се обуславя от посоката и размера на валутно-курсовите промени (Статева, 2015, с. 45-47). Този тип риск се поражда при транслирането на счетоводния отчет на компанията майка при различен валутен курс в сравнение с валутните курсове на отчетите на дъщерните компании. Възможността за възникване на чисто счетоводна печалба или загуба при изработването на консолидирания финансов баланс на мултинационалната корпорация в резултат на валутно-курсови промени е същността на преводния риск. Наричан е и счетоводен риск, защото не действителните парични потоци са изложени на риск (какъвто е случаят при транзакционния и оперативния риск), а финансовите данни, свързани с функционирането на компанията, които само счетоводно се превръщат от една валута в друга (Статева, 2015, с. 45-47). Ако финансовият мениджмънт на компанията вземе решение за хеджиране на счетоводната форма на валутен риск, се използват същите средства, както и за транзакционен риск (Статева, 2015, с. 34, 48). Този вид риск съществува при транснационалната корпорация като обект изобщо на изследване, но е извън обхвата на текущото изследване.

1.2. Лихвен риск

Това е рискът, свързан с промяната на справедливата стойност или текущата стойност на бъдещите парични потоци на финансов актив или пасив, свързана с промяната на лихвения процент. Лихвеният риск може да се разглежда и реализира в различни форми. Най-общо лихвен риск е налице и в двата случая – когато договорена сделка включва фиксиран или плаващ лихвен процент (Статева, 2015, с. 34, 48). Лихвеният риск оказва значително влияние върху оценката на активите и пасивите на компанията. Този риск е изведен в статут на задължително публикуване от Международен счетоводен стандарт 7, което показва неговия статут като един от най-големите и значими рискове. По принцип кредитният риск се счита от българските и международните изследователи, както и в наднационалните счетоводни норми в тази област за най-съществения риск и като такъв ще намери място в настоящата студия и в насоките за продължаващото изследване (Статева, 2015, с. 34, 48).

В основата на финансовата криза през последното десетилетие е не толкова валутнокурсният транзакционен риск, колкото лихвеният и кредитен риск, породил се от търгуването на обединени портфейли от нискокачествени ипотечни кредити.

Както е известно, текущата стойност на бъдещите парични потоци се изчислява, като постъпленията и плащанията се дисконтират с фактор в зависимост от лихвения процент, който отразява стойността на парите във времето¹.

Промяната на лихвения процент води до промяна на стойността на актива или пасива и по този начин оказва влияние върху откритостта към валутен риск. Различните валути са свързани и с различното равнище на лихвените проценти, които се базират на показатели, свързани с националните икономики.

1.3. Кредитен риск

Търговският кредитен риск е един от най-съществените и основни рискове, които съществуват в транснационалните корпорации и финансови институции. В транснационалната корпорация кредитният риск е свързан с

¹ Към 2 октомври 2012 г. Актавис притежава откритост от 1,875% привилегировани облигации (senior notes) на стойност USD 1,2 млрд., с падеж на 1 октомври, 2017 г., 3,25% облигации на стойност USD 1,7 млрд., с падеж, 1 октомври 2022 г. и 4,625% облигации на стойност USD 1 млрд., с падеж, 1 октомври 2042 година. Общата откритост по този облигационен заем към края на 2012 г. е USD 3,9 млрд. Тази съществена кредитна откритост към заеми с фиксиран лихвен процент е свързана с наличието на чист лихвен риск, но с пазарната стойност на облигационния заем, което представлява също една разновидност на лихвен риск. Този риск не се счита за съществен поради очакванията за незначителна промяна на пазарната стойност на тези кредитни инструменти.

непогасяване на краткосрочния търговския кредит от страна на клиентите. Оценяването на търговския кредитен риск е комплексна задача поради множеството несигурни събития, които са включени в анализа, и най-вече – вероятността за възникване на неблагоприятното събитие, както и степента на финансовите последици за корпорацията от възникването на рисковото събитие (Crouhy et al., 2014, p. 333).

Нови методики в оценяването на кредитния риск вече включват анализ на акционерния пазар с цел да се установи вероятността от фалит на контрагентите, които се търгуват публично, други методики пък се концентрират върху математическо и статистическо моделиране на нивото на кредитния портфейл на транснационалната корпорация. Един от традиционните – широко разпространени – подходи се базира на системата на кредитния рейтинг. Този подход се прилага и в изследвания обект – фармацевтичната транснационална корпорация.

За да се осъществи кредитна оценка на даден контрагент, е необходимо да се вземат в предвид множество комплексни фактори относно изследваното дружество – финансови, управленски, количествени и качествени. Целта на оценката е да се установи финансовото състояние на контрагента, печалбите и паричните потоци дали са достатъчни, за да се покриват своевременно дълговите задължения, както и да се анализира качеството на активите на контрагента и неговата ликвидна позиция. Допълнително анализаторите вземат в предвид типа отрасъл, в който оперира контрагентът, относителния статус на дружеството в този отрасъл и потенциалните макроикономически събития, които биха имали влияние върху дейността на дружеството (политически рискове, валутни кризи и др.).

Системата на кредитен рейтинг е подход за систематизиране и организиране на тези процедури с цел кредитните анализатори да използват в изследванията си съпоставима, разбираема и рационална информация, представяваща основа за вземане на правилни управленски решения.

Системите за оценяване на кредитния риск са едни от най-старите и широко разпространени системи за контролиране и анализ на риска по принцип в бизнес средите, но въпреки това практиките, които се използват, са обект на бърза промяна поради увеличаването на конкурентния и регулаторен натиск, както и вследствие на глобализацията на бизнеса в световен мащаб.

Транснационалната корпорация се стреми да минимизира търговския кредитен риск чрез постоянно наблюдение на клиентската кредитна откритост на риск и изисква обезпечение за някои търговски кредити. Този тип рискова политика обикновено се осъществява на локално ниво. Допълнителни изисквания се налагат за определени пазари, които функционират при специфични условия. Всички локални юридически лица са задължени да докладват на периодична база промените в кредитния риск към групата.

Допълнително, всеки кредит, който надминава определена норма (лимит), е необходимо да получи одобрение на групово ниво.

Политиката изисква тези кредити, отпуснати на клиенти, които нямат подходяща кредитна история, да се поддържат от гаранتي или подзастрахователи. Приложението на тази групова политика има за резултат през последните години съществено намаляване на загубите от търговски кредити, които се поддържат на минимално равнище.

С цел намаляване на риска от вземанията транснационалната фармацевтична корпорация използва и финансово подзастраховане на вземанията¹. Има случаи, когато подзастрахователят не желае да даде гаранция за дадено вземане от клиент. В тези случаи обикновено финансовият принципал (най-често директор) на дружеството е необходимо да потърси други гаранции като запис на заповед, обезпечение или гаранции от трето лице. По отношение на правителствените агенции, както и за институциите – държавна собственост, не се изискват гаранции.

2. Управление на откритост на финансов риск в дейността на транснационална корпорация

Управлението на риска в транснационалната корпорация би могло да се извършва чрез избор на един от следните подходи, както и комбинация от тях:

- **Количествен риск** – риск, при който може да се определи с голяма точност финансовото изражение на откритостта. Установяването на количественото изражение на този риск се базира на вероятността за възникване на рисковото събитие, умножено по размера на финансовото изражение като последствие от възникването на рисковото събитие

$$R = p(E) * p(L) * M$$

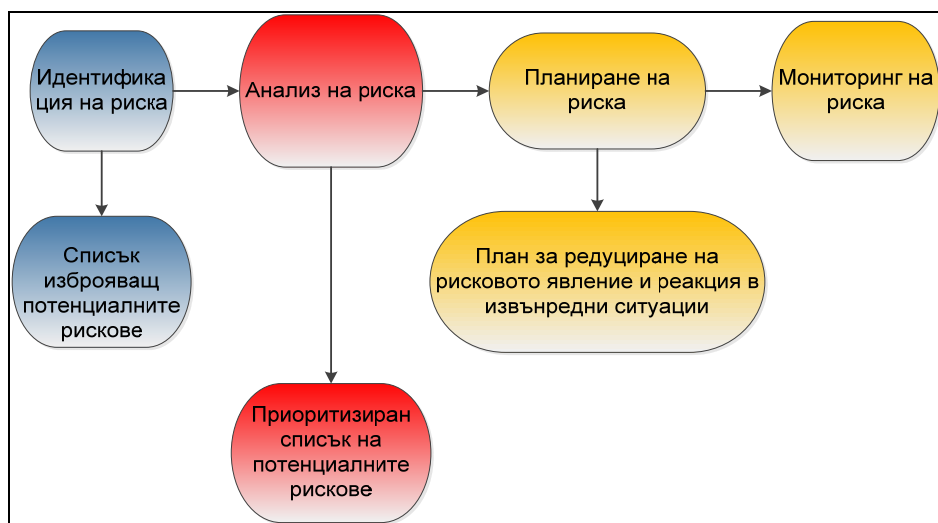
- **Социално-конструктивен риск** – той възниква, когато човешките възприятия подсказват наличието на риск, въпреки статистическите данни, които не потвърждават подобна тенденция. Този вид риск често надминава количествения риск, като влияние в транснационалната корпорация и затова също подлежи на управление.

¹ Euler Hermes и Atradius са двата подзастрахователя, с които групата Актавис е във взаимоотношения. Те предлагат на групата кредитна застраховка срещу неплащане от страна на клиентите и съответно защитават компанията в случай, че даден клиент е в невъзможност да плати своите задължения. AON е груповият застрахователен брокер, който е отговорен за съставянето на политиката за вземанията, контактите с представителите от застрахователния пазар и който предлага консултации относно кредитните лимити, просрочените вземания и други застрахователни услуги.

- **Качествен риск** – някои видове риск не могат да бъдат измерени количествено, но категоризацията им е много полезен индикатор за проследяването на тези видове риск. Категоризацията на качествения риск се извършва в табличен формат (CIMA Enterprise Management, 2014, р. 471):

Вероятност за развитие на риска				
Влияние на риска		Ниска	Средна	Голяма
	Ниско	<i>C</i>	<i>B</i>	<i>A</i>
	Средно	<i>D</i>	<i>C</i>	<i>B</i>
	Голямо	<i>E</i>	<i>D</i>	<i>C</i>

Процесът за управление на риска в транснационалната корпорация би могъл да се представи визуално в следната диаграма (CIMA Enterprise Management, 2014, р. 472), (фигура 4).



Фигура 4

Етапите, през които преминава управлението на риска, са следните:
 В началото на процеса на управление стои идентификацията на финансовия риск – резултатът от тази стъпка е създаването на списък със значимите

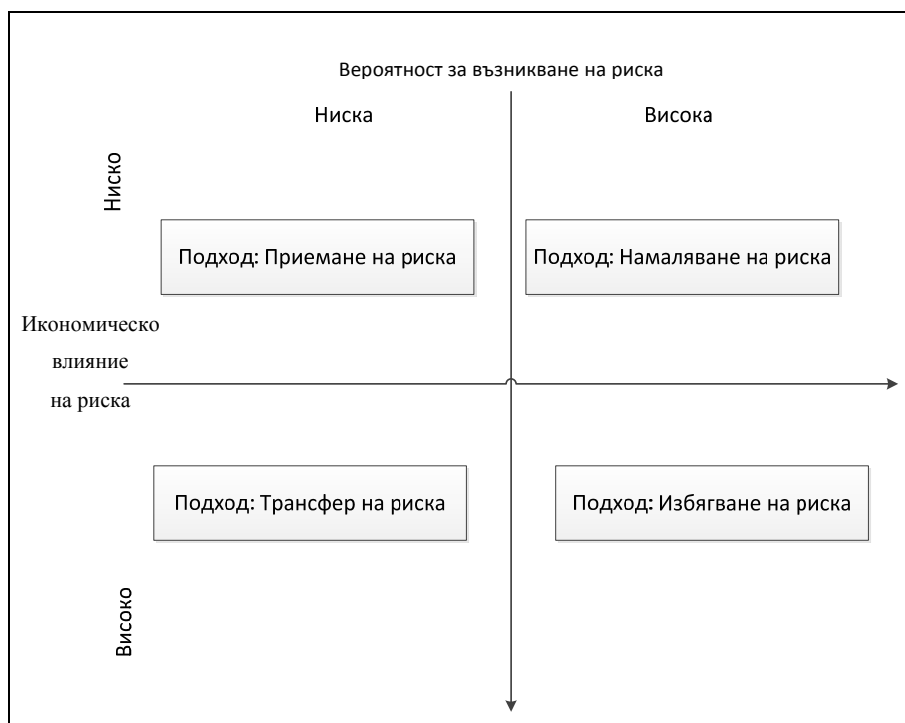
за управление рискови събития. Следващата стъпка е анализът на финансовия риск – оценка на вероятността за възникване и степента на значимост на всеки елемент от списъка. Този тип анализ има за резултат приоритизиран списък на потенциалните рискови събития, а именно – списък с рисковите събития, подредени по приоритет за управление. Въз основа на информацията от етапа "Анализ на риска" се извършва планиране и управление на риска. Управлението на риска представлява процес на вземане на решение как би могъл да се адресира всеки вид риск, определен в идентификационния списък. Избират се най-подходящите стратегии за управление на риска в зависимост от размера на рисковата откритост и вероятността за възникване на рисково събитие. На последно място се извършва мониторинг (постоянно наблюдение) на риска, фокусиране върху действията, предприети във връзка с всеки вид риск.

Изложената концепция е в синхрон с дефиницията на риск мениджмънта и от български автори, а именно: "Процес на идентифициране, оценяване, управляване и контролиране на потенциални събития или ситуации (рискове), предназначен да даде разумно ниво на увереност, че целите на организацията ще бъдат постигнати.". Тази дефиниция в момента намира широко приложение в публичния и непубличния сектор в България (Георгиев, 2015, с. 78).

Диаграма 4 отразява и схващането за процеса на управление на риска, възприето в "Оранжевата книга" на британското министерство на финансите, която съдържа стандарти по прилагането на принципите за управление на риска и категоризация на рисковете (Management of Risk and Concepts, 2004, p. 13).

След като се уточни списъкът с рисковите събития, се изготвя диаграма в съответния вид, която е основата на последвалите действия за управление на риска (CIMA Enterprise Management, 2014, p. 472), (фигура 5). Представената диаграма обобщава известна в литературата методика за управление на различни видове риск, като класифицира рисковете според тяхната значимост и вероятност за възникване. Подобна концепция се използва при вземане на управленски решения, когато ситуацията може да бъде описана с две променливи и общо четири управленски ситуации.

Методите за управление на риска, които ще се използват в емпиричното изследване, биха могли да се обобщят чрез следните четири подхода (CIMA Enterprise Management, 2014, p. 473):



Фигура 5

а) Трансфериране на риска – този метод е свързан основно с прехвърляне на риска към специализиран контрагент, който се занимава с услуги по управление на риска, към застраховател, подзастраховател или инвестиционен банкер;

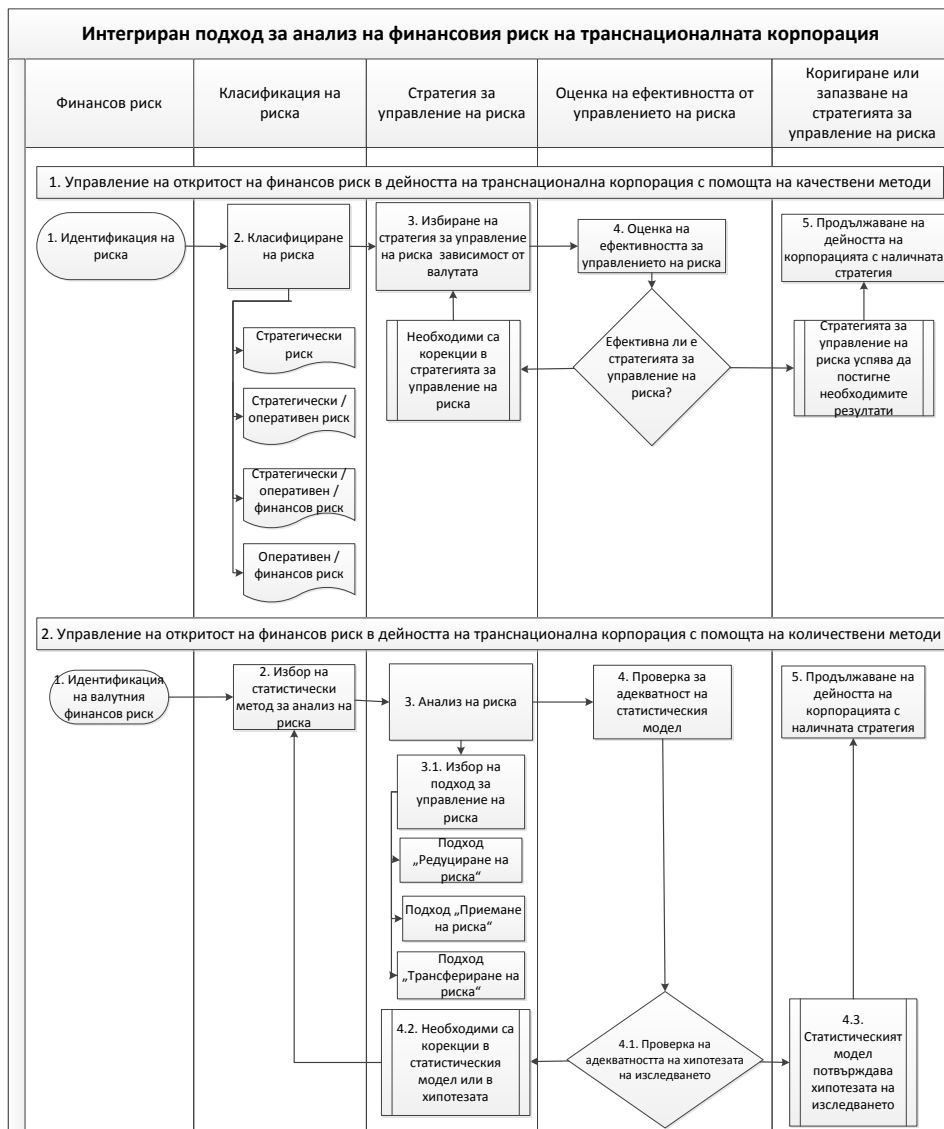
б) Избягване на риска – анализ и приложение на специфични клаузи в търговския договор с цел тяхното избягване, като рискът се прехвърля към контрагентите по договора – доставчика или клиента;

в) Ограничаване на риска – инвестиции в специализирано капиталово оборудване и системи за сигурност, които водят до ограничаване на риска;

г) Приемане на риска – базира се на приемането на факта, че някои видове риск са неизменна част от бизнес дейността на фирмата, и на продължаване на процеса, при който се идентифицират потенциални бъдещи рискове за дейността.

Методологията на изследването би могла да се представи в следната диаграма (фигура 6)¹:

¹ Фигурата е изработена от автора.



Фигура 6

Фигура 6 представя визуално концепцията на интегрирания подход за изследване и управление на финансовия риск на транснационалната корпорация. Концепцията е по същество последователно преминаване през етапите на идентификация на рисковете, хипотеза, анализ на данни (количествени или качествени), приемане или коригиране на първоначалната хипотеза, а в

заключение от изследването – изготвяне на подходящи препоръки за управление на финансовия риск на корпорацията.

Управлението на откритостта на валутен риск при двата подхода (количествен и качествен) преминава през еднообразни етапи, които включват анализ и класификация на текущата рискова откритост, избор на стратегия за управлението, периодична проверка на адекватността на избраната стратегия и корекция на стратегията в зависимост от промените в околната среда. Оперативното управление на риска при качествен и количествен подход представлява хармонично взаимодействие между двете подсистеми, като всяка една от тях коригира другата или потвърждава корпоративната стратегическа насока за управление на риска.

Глава втора: Емпирично изследване

Методологията на модела в настоящото изследване се базира на класификацията, залегнала в теоретичната рамка за управление на риска на британската асоциация по управленско счетоводство (Британски институт по управленско счетоводство – б.р.). Тази класификация е приемлива според автора, но той разширява изследователския хоризонт, включвайки елементи на статистическия анализ и качествени методи. В изследването си авторът отива по-далеч от утвърдените методи в тази област и достига до нов подход към проблема откритост на финансовия риск, като този подход интегрира статистически количествени и качествени методи и е подходящ за производствени компании.

След задълбочено изследване на моделите за анализ на финансов риск и в частност – на валутен риск, авторът стига до заключението, че приложният метод в настоящото изследване е най-подходящ за производствено предприятие поради няколко особености.

На първо място, икономическите и финансовите показатели в дейността на едно производствено предприятие са коренно различни от тези, използвани във финансовите и инвестиционните корпорации. За едно производствено предприятие от значение са понятия като брутен доход и нетни приходи от продажби след търговски отстъпки. Аналитичността в производственото предприятие е на ниво произвеждан и продаван конкретен продукт, докато във финансовите корпорации това са възникнали договорни права и задължения.

Освен това авторът посочва като съществени особеностите на изследвания отрасъл и – чрез съпоставка на двата вида икономически субекти – стига до извода, че е необходим нов модел за изследване на проблема откритост към финансов риск. Този модел интегрира краткосрочния и спекулативен по същество подход, основан на очаквания за управление на риска (използван във финансовите корпорации), с дългосрочния, стратегически и планов хо-

ризонт на разглеждане на риска в производствената компания. В процеса на настоящото изследване авторът си дава сметка за различния икономически контекст, в който оперират двата типа корпорации.

Приносът на настоящото изследване е в интегрирането на количествената методика, разработена от финансовите корпорации за управление на риска в контекста на бързата спекулативна печалба, с концепцията на планомерната производствена дейност на индустриалния сектор, където управлението на риска е насочено към подкрепа на стратегическите цели на фирмата за устойчиво дългосрочно развитие в сегмента потребителски (или промишлени) стоки.

В емпиричното изследване ще се занимаем с идентификация и класификация на финансовите рискове в производствената фирма и класифицирането на емпиричните данни в посочената в началото на студията диаграма (фигура 2). Като резултат от изследването може да се изведат препоръки за намаление на рисковата откритост на компанията. В емпиричното изследване ще направим връзка и с централния научен проблем, който е в основата на тази студия, а именно – ограниченото изследване на проблематиката на финансовия риск на транснационалните корпорации в нефинансовия сектор.

1. Идентифициране на формите на финансов риск в дейността на Актавис

Според изложената класификация в теоретичната част финансовите рискове в международната компания Актавис могат да се класифицират по следния начин: а) транзакционен валутен риск; б) оперативен валутен риск; в) транслационен валутен риск; г) лихвен риск; д) кредитен риск.

Фокусът на настоящата студия е върху откритостта на транзакционен валутен риск в дейността на Актавис. Транзакционният валутен риск възниква, когато възможните промени на съответните валутни курсове водят до промени в стойността на валутните потоци. Това означава, че в интервала от договарянето до плащането промените във валутните курсове ще доведат и до промени във величината на паричните потоци. Променят се и очакванията на фирмата за тяхната величина, т.е. ще се промени предвиденият паричен поток. Тези промени могат да бъдат в една или в друга посока за финансовите резултати на фирмата, деноминирани в съответната валута.

В компанията Актавис този вид риск възниква главно във връзка с основната дейност, а именно – продажбата на стоки. За целта на изследването се установява валутнокурсната откритост в продажбите на транснационалната корпорация, нейната променливост и свързания риск. Като качествен подход при управлението на този вид риск се използва процес на планиране на постъпления и плащания в даден вид валута за период от 8 седмици

в близкото бъдеще. Всяко дружество от икономическата група се стреми към поддържане на определен баланс по валутните си сметки, договорен с компанията майка. Друг качествен подход, който се използва в Актавис за управление на транзакционния валутен риск, е задължението от страна на дъщерните дружества за прилагане на "Процедура за управление на паричните потоци, деноминирани в чужда валута". Основните насоки на тази процедура са изложени в следващите параграфи и са част от интегрирания подход за управление на валутния риск, предложен от автора. Всички тези препоръки имат за цел редуцирането на откритостта на дружествата от групата към транзакционен валутен риск.

Според тази процедура компании от групата на Актавис не би трябвало да се ангажират с осъществяване на спекулативни валутни транзакции поради високата вероятност от загуби при осъществяването на подобни спекулации. Когато е възможно, вътрешнофирмените транзакции между дъщерни дружества в групата, които използват различни функционални валути, се извършват само през посредник, а не директно между филиалите.

Посредникът е отново дъщерна компания, която се занимава изключително само с дейността да свързва отделните филиали на групата при техните вътрешногрупови транзакции. Вътрешнофирмените транзакции между дъщерните дружества и компанията посредник се деноминират във валутата на съответното дъщерно дружество. По възможност, вземанията и задълженията на всяко дъщерно дружество по отношение на трети лица се деноминират във функционалната валута на дъщерното дружество. Когато вземанията и задълженията на дружеството са деноминирани във валута, различна от функционалната валута, банковата сметка, използвана за сетълмент, би трябвало да бъде в съответната чужда валута. Вътрешнофирмените заеми между дъщерните дружества и компанията майка се деноминират във функционалната валута на дъщерното дружество. Препоръката за деноминиране на вземанията и задълженията винаги при възможност във функционалната валута е именно с цел намаляване на валутния риск за дъщерното дружество.

Дъщерните дружества могат да осъществяват валутни спот и форуърд транзакции само с вътрешнофирмената банка и следва да се избягват по възможност този вид сделки с трети лица. Валутни спот транзакции е разрешено да се извършват за обслужване на парични потоци в рамките на 2 дни. Тази разпоредба също е свързана с намаляване на валутния риск поради ограниченото време на откритостта към риск. Ако е необходимо по-дългосрочно хеджиране на рисковата откритост, се препоръчва използването на форуърд транзакции. Форуърд транзакциите се извършват отново с вътрешнофирмената банка и се допускат такива с трети лица само когато е налице забрана от местните регулаторни държавни органи. Спот и форуърд транзакциите с тре-

ти лица подлежат на режим на регистрация и одобрение преди встъпването в договорни отношения с третите лица. Качествените методи, които се използват за управление на откритостта към транзакционен валутен риск в Актавис, могат да бъдат обобщени в следната таблица (таблица 1)¹.

Таблица 1

ТВ1	Изграден процес за планиране на валутните постъпления и плащания
ТВ2	Избягване на спекулативни валутни транзакции
ТВ3	Процедура за управление на паричните потоци, деноминирани в чужда валута
ТВ4	Използване на посредник (вътрешнофирмена банка) за осъществяване на вътрешнофирмени транзакции между дъщерни дружества
ТВ5	Преимуществено деноминиране на вземанията и задълженията във функционалната валута на дружеството
ТВ6	Валутни спот транзакции в рамките на 2 дни
ТВ7	Валутни форуърд транзакции през вътрешно-фирмената банка
ТВ8	Режим на регистрация и одобрение на спот и форуърд транзакциите преди тяхното извършване

Въпреки че фокусът на настоящата студия е върху транзакционния валутен риск, ще споменем и някои от методите за контрол и на другите видове финансов риск в транснационалната корпорация с цел завършеност на изложението. Цялостният поглед върху формите на финансов риск на транснационалната корпорация изисква и разглеждане на останалите форми на финансов риск, на които е изложено дружеството. От особено значение е кредитният риск от гледна точка на ежедневните операции на дружеството, както и значителният размер на откритостта. Целта на настоящото изложение е и включването на методите за контрол на кредитния риск в цялостната предложена концепция на интегрирания подход.

Ключов термин за контрола на кредитния риск в транснационалната корпорация са кредитните условия. За всеки клиент на всеки пазар, на който оперира дружеството, съществуват кредитни условия, одобрени от финан-

¹ Списъкът е изработен от автора въз основа на проучване на вътрешнофирмени процедури.

совия и изпълнителния директор на съответното дъщерно дружество. Кредитните условия се състоят от условия за плащания и кредитни лимити. Регионалните финансови организации преглеждат и ревизират веднъж годишно кредитните условия на пазарите в периметъра на съответната регионална организация.

Международният кредитен комитет на Актавис одобрява условията за плащане и кредитните условия на всички регионални структури. Като допълнителна мярка за ограничаване на финансовия риск транснационалната корпорация прилага кредитна застраховка. Актавис използва две застрахователни дружества, които осигуряват покритие на кредитната откритост на клиентите на групата в случай на несъстоятелност или неизпълнение на задължение.

Кредитната застраховка е програма, която се управлява на групово ниво в транснационалната корпорация. При необходимост съответният пазар кандидатства за кредитна застраховка пред групата, особено когато се отнася за нови клиенти. Ако даден клиент не е обхванат от програмата за кредитна застраховка, като мярка за редуциране на кредитния финансов риск се изисква гаранция или запис на заповед, когато това е възможно. За публични клиенти като държавни агенции тази мярка не се прилага.

Качествените методи, които се използват за управление на откритостта към кредитен риск в Актавис, могат да бъдат обобщени в следната таблица (таблица 2)¹.

Таблица 2

КР1	Процес на одобрение на кредитни условия за всеки клиент
КР2	Програма за кредитна застраховка
КР3	Гаранция или запис на заповед
КР4	Отстъпка при плащане в брой
КР5	Наказателни лихви при забавяне на плащането, дължими от страна на клиента
КР6	Напомнящо писмо към клиента
КР7	Удължаване на срока за плащане от страна на клиента

¹ Списъкът е изработен от автора въз основа на проучване на вътрешнофирмени процедури.

2. Емпирично изследване относно откритост на транзакционен риск в дейността на Актавис

Промяната на валутните курсове, в които оперира Актавис, създава предпоставка за възникване на рисково събитие. Причината е, че могат да се очакват промени в бъдещите входящи и изходящи парични потоци на компанията в резултат на несигурни събития, които са извън контрола от страна на мениджмънта на дружеството.

Транснационалната корпорация – към момента на провеждане на изследването – има откритост към следните 28 валути: AUD (Австралийски долар), BGN (Български лев), BRL (Бразилски реал), CAD (Канадски долар), CHF (Швейцарски франк), CNY (Китайски ренминби юан), CZK (Чешка крона), DKK (Датска крона), EUR (Евро), GBP (Британски паунд), HKD (Хонконгски долар), HUF (Унгарски форинт), IDR (Индонезийска рупия), INR (Индийска рупия), MXN (Мексиканско песо), NOK (Норвежка крона), NZD (Новозеландски долар), PLN (Полска злота), RON (Румънска нова лея), RSD (Сръбски динар), RUB (Руска рубла), SEK (Шведска крона), SGD (Сингапурски долар), SKK (Словашка крона), TRY (Турска лира), UAH (Украинска гривня), USD (Щатски долар), ZAR (Южноафрикански ранд). Широкият спектър от валути, с които оперира дружеството, дава подходяща основа за провеждане на емпиричното изследване поради разнообразието от валутнокурсви движения, които могат да се очакват, възможността за покриване на анализа на рисковете в четирите различни категории, възможността за приемане или отхвърляне на множество хипотези.

За оценяването на риска, свързан с оперирането в тези валути, ще използваме статистически показатели като стандартно отклонение, медиана и други средни величини. Предполагането е, че колкото е по-голямо отклонението на изследваната величина от средната стойност, толкова по-голяма е вероятността за възникване на рисково събитие. Валутата, в която се изготвят финансовите отчети, е USD, която е и отчетната валута на дружеството.

Параметрите на статистическото изследване, което ще бъде извършено, са изложени в следната таблица (таблица 3).

Таблица 3

Планов хоризонт на статистическото изследване:	99 периода – от януари 2006 до март 2014 г.
Брой валути, включени в статистическото изследване	27 валути
Метод на статистическо изследване/ измерител на риска	Стандартно отклонение (σ) на нетните приходи от продажби
Ограничение на възприетия статистически метод за изследване	Доколкото е възможно да се приеме, че данните имат нормално разпределение
Метод за изследване на статистическата значимост на данните	ANOVA
Хипотеза	Възможност за определяне на риска посредством статистически количествени методи

Параметрите на статистическото изследване са в пряка връзка с изведените научен принос от настоящата студия, а именно – анализа на количествени и качествени емпирични данни и доказване на теоретично изведените постановки във финансовата област относно управление на финансовия риск, както и извеждане на препоръки за управлението на финансовия риск. Въз основа на извършеното емпирично изследване авторът ще препотвърди или отхвърли методологията за управление на валутнокурсния риск, възприета в литературните източници.

Данните, върху които е извършено статистическото изследване, са обобщени в представената таблица 4. Първата колона изброява различните валути, включени в изследването. Общата откритост представлява акумулираните приходи, генерирани в съответната валута през периода 2006-2013 година. Стандартното отклонение представлява статистически измереното стандартно отклонение на приходите в съответната валута за 99 месечни периода в рамките на гореспоменатия времеви период от 8 години.

В настоящото изследване са представени и две качествени категории – вероятност за възникване на риска и влияние на риска. По отношение на вероятността за възникване на риска е използвана факторна променлива – стандартното отклонение, разделено на средната стойност. Колкото по-голяма е тази величина, авторът приема съответно и по-висока вероятност за възникване на риск поради по-голямата променливост на приходите в съответната валута. По-голямата променливост на приходите в дадена валута означава и по-голяма несигурност, съответно по-голяма вероятност за възникване на непокрито рисково събитие за дадената валута.

Таблица 4

Валута	Обща откритост	Стандартно отклонение/средна стойност	Стандартно отклонение	Средна стойност	Вероятност за възникване на риска	Влияние на риска
1	2	3	4	5	6	7
EUR	4 896 779	37%	18 350	49 462	ниска	високо
USD	3 092 715	53%	18 639	35 144	ниска	високо
GBP	1 371 875	29%	4 020	13 857	ниска	високо
RUB	844 225	44%	3 739	8 528	ниска	високо
TRY	676 570	96%	6 564	6 834	висока	високо
RON	538 355	50%	2 746	5 438	ниска	високо
ISK	412 555	138%	5 731	4 167	висока	високо
SEK	300 596	52%	1 587	3 036	висока	високо
NOK	281 730	51%	1 440	2 846	висока	ниско
DKK	272 433	33%	897	2 752	ниска	ниско
RSD	269 961	35%	947	2 727	ниска	ниско
HUF	209 946	37%	777	2 121	ниска	ниско
PLN	157 128	72%	1 137	1 587	висока	ниско
AUD	129 450	192%	2 510	1 308	висока	ниско
IDR	112 805	94%	1 075	1 139	висока	ниско
CAD	104 149	261%	2 747	1 052	висока	ниско
CNY	83 324	41%	342	842	ниска	ниско
CHF	73 308	84%	622	740	висока	ниско
CZK	62 117	57%	357	627	висока	ниско
NZD	29 615	245%	731	299	висока	ниско

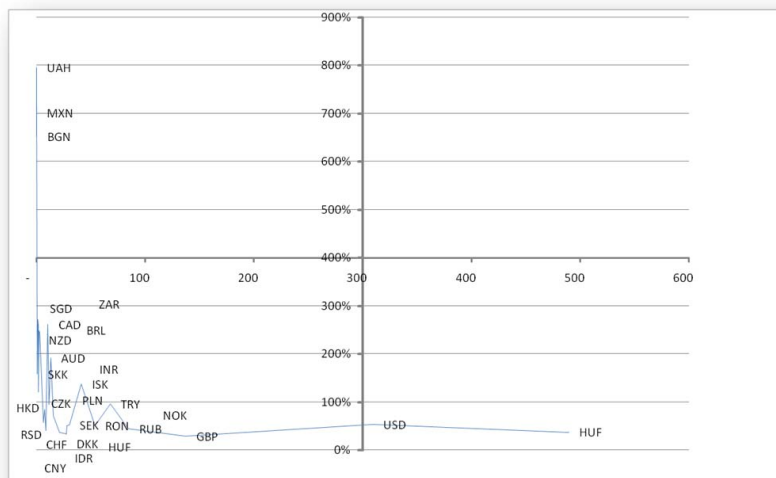
Продължение

1	2	3	4	5	6	7
SGD	23 719	249%	596	240	висока	ниско
INR	17 974	135%	246	182	висока	ниско
HKD	17 638	121%	215	178	висока	ниско
BRL	16 139	258%	421	163	висока	ниско
ZAR	14 304	271%	391	144	висока	ниско
SKK	8 288	158%	132	84	висока	ниско
UAH	1 697	795%	136	17	висока	ниско
MXN	1 192	701%	84	12	висока	ниско
BGN	295	652%	19	3	висока	ниско

Влиянието на риска е изведено от общата откритост в дадената валута. С нарастването на откритостта към дадена валута последствията при възникване на рисково събитие ще са съществени и съответно влиянието на риска ще е по-голямо.

В настоящото изследване авторът посочва като съществен и въпроса за определяне на количествените прагове за разпределяне на валутите на такива с ниска и висока вероятност за възникване на риск и на такива с ниско и високо влияние на риска. Авторът поддържа следната позиция относно тези две променливи: в общия случай по-съществено като значение за стратегическите цели на компанията е влиянието на риска. Според вътрешнофирмените политики на изследваното дружество за съществен праг на влиянието на риска е определена граница от 3,0 млн евро, а за да е значима вероятността за променливост на валутния курс, тя трябва да надвишава 50%. При надвишаване на тези гранични стойности мениджмънтът на дружеството е необходимо да адресира съответните проблемни области. Разбира се, в едно бъдещо продължение на настоящото изследване, авторът би могъл да анализира състоятелността на тези прагове, но това е извън непосредствените цели на представената студия.

Целта на класификацията на данните в табличен вид е да се подготвят данните за разпределенията на валутите в графичен вид, както е показано в диаграма 5. Би трябвало да се има предвид, че оригиналните данни за изследването са, както бе вече споменато, 99 периода и в горепосочената таблица е посочена сумата на всички периоди. Още на пръв прочит от табличния вид на представяне на информацията могат да се направят известни повърхностни изводи относно стойностите на отклонение на различните валути. Забелязват се значителни отклонения в стандартното отклонение при голяма част от откритостта на валутен риск. Това показва разликата във валутната откритост и нейната променливост през годините. Сезонният компонент, ако такъв съществува, не се взема предвид при анализа, тъй като се предполага, че при наслагването на данните за осемгодишния период този компонент се елиминира. Графичната форма на показване на данните (фигура 7) е по-удобна за разчитане и вземане на управленски решения, тъй като четирите подхода за управление на риска съответстват на четирите квадранта в приложената фигура.



Фигура 7

Изведената фигура 7 се разделя на четири квадранта. Квадрантът горе вдясно показва валутите, които са със съществена откритост и риск. За тях подходът е избягване на риска. Както се вижда, обаче, няма множество на представители на валути в тази категория.

В квадранта долу вдясно е разположена категорията валути с по-ограничен риск, но относително висока откритост. Щатският долар е основният представител на тази категория. Препоръчваният подход за тази категория е трансфериране на риска към клиенти или доставчици, както и хеджиране на откритите валутни позиции. Относно подхода трансфериране на риска трябва да се има предвид, че това е риск, който принципно не се управлява, освен чрез трансфериране – т.нар. недиверсифициран риск. Мениджърите на този вид риск трябва действително да са убедени, че той е трансфериран извън компанията, а не просто да се появи на друго място в нейните счетоводни регистри (Allen, 2013, р. 142).

В квадранта долу вляво попада най-голямо множество от валути. Откритостта към тези валути не е висока, както и рискът, на който те са изложени, също е относително ограничен. Подходът в случая е приемане на риска, тоест не се предприемат съществени дейности от страна на корпорацията за неговото редуциране и управление като цяло.

В квадранта горе вляво имаме представители на три валути, които са с висок риск, но много ниска откритост в портфейла на транснационалната корпорация. За тях можем да възприемем също подхода приемане на риска поради несъществения обем на извършваните валутни трансакции.

Представянето на различните валути по този графичен начин дава удобна и бърза представа на мениджърите на транснационалната корпорация за откритостта към валутен риск и подсказва начините той да бъде намален или изцяло предотвратен. За вземането на управленски решения в тази област се използва подходът "разходи-ползи", тоест оправдани ли са съществени разходи за предотвратяване на риска или по-скоро е приемливо този риск да бъде приет за съществуващ и да не се полагат значителни усилия за неговото управление.

В резултат на изследването авторът потвърждава хипотезите, изложени в увода на студията. На първо място е потвърждаването на валидността и приложимостта на възприетия във финансовата литература количествен метод за изследване на валутнокурсвия риск посредством статистически методи.

На второ място, в резултат на изследването се потвърждава приложимостта на четирите метода за управление на валутнокурсвия риск – избягване, трансфериране, ограничаване и приемане на риска чрез класификация на валутите в четири сегмента.

В резултат на емпиричното изследване авторът е стигнал до изводите, че **приложените методи за анализ на финансовия риск имат и своите ограничения. На първо място** бихме посочили общите ограничения на статистическия анализ като количествен анализ – възможността за възникването на извънредно рисково събитие, което не може да бъде предвидено чрез методите на статистическия анализ. **Друга методологична слабост** на текущото емпирично изследване са техническите ограничения, свързани с начините за установяване на правилните параметри на пресечната точка на двете променливи в центъра на графиката и, съответно – определянето на мащаба на квадратите на таблицата. Икономическата дефиниция на възприетата променлива в конкретния икономически анализ – "нетни продажби", също представлява методологично ограничение, като възниква и въпросът не би ли могла да се идентифицира и възприеме друга променлива, която би била по-подходяща за анализа на финансовия риск. Статистическият анализ е валиден само в степеня, до която изменението на откритостта към валутнокурсен риск би могло да се опише с нормално статистическо разпределение. Ако данните не са нормално разпределени, съответно изчислението на стандартното отклонение не е статистически значимо.

Във връзка с последната точка авторът е направил анализ на коефициента на нормална дистрибуция на данните за последните шест месеца. Възприемаме презумпцията, че последните шест месеца са най-актуални относно изменението на валутната откритост. Затова приемаме, че данните за последните шест месеца са достатъчно релевантни от гледна точка на анализа, свързан с текущото състояние на обекта. В посочената тук таблица

(Таблица 5) ще представим данните за нормалната дистрибуция, средната стойност и стандартното отклонение по типове валути.

Таблица 5. Дисперсионен анализ на данните, коефициент на нормална дистрибуция за променливата *нетни продажби*

валута	септ.13	окт.13	ноември.13	дек.13	ян.14	февр.14	Станд. Отклонение	Средна стойност
EUR	99%	100%	99%	91%	86%	91%	2 510 204	1 307 572
USD	44%	44%	44%	44%	44%	44%	19 397	2 976
GBP	99%	99%	97%	100%	98%	98%	420 732	163 019
RUB	99%	99%	100%	100%	99%	35%	2 746 555	1 052 014
TRY	76%	72%	87%	79%	77%	74%	621 712	740 484
RON	79%	68%	37%	56%	7%	1%	342 463	841 657
ISK	89%	90%	74%	79%	86%	63%	356 979	627 442
SEK	51%	70%	68%	60%	51%	67%	896 556	2 751 847
NOK	96%	93%	97%	97%	85%	79%	18 349 754	49 462 414
DKK	92%	100%	98%	100%	93%	92%	4 020 061	13 857 327
RSD	96%	92%	89%	86%	99%	96%	214 773	178 161
HUF	9%	86%	24%	3%	85%	31%	777 484	2 120 663
PLN	60%	51%	59%	58%	59%	65%	1 075 134	1 139 448
AUD	23%	23%	23%	23%	23%	23%	2 458 802	181 552
IDR	29%	29%	28%	29%	29%	29%	5 731 109	4 167 217
CAD	44%	44%	44%	44%	44%	44%	84 378	12 040
CNY	24%	38%	24%	37%	21%	24%	1 440 165	2 845 762
CHF	99%	99%	100%	100%	97%	100%	731 443	299 139
CZK	57%	61%	45%	43%	53%	57%	1 137 150	1 587 156
NZD	12%	12%	10%	9%	8%	8%	2 745 958	5 437 929
SGD	42%	67%	79%	90%	100%	17%	947 072	2 726 881
INR	90%	87%	91%	92%	48%	71%	3 739 211	8 527 521
HKD	94%	95%	94%	63%	91%	84%	1 586 833	3 036 322
BRL	99%	98%	99%	99%	99%	99%	596 168	239 589
ZAR	26%	26%	26%	26%	26%	26%	132 110	83 718
SKK	29%	26%	29%	27%	29%	28%	6 564 319	6 834 036
UAH	45%	45%	45%	45%	100%	100%	136 288	17 141
MXN	3%	3%	3%	3%	3%	3%	18 639 171	35 144 493
BGN	100%	99%	100%	100%	90%	36%	391 346	144 486

Чрез приложенията табличен анализ може да се направи извод относно статистическата валидност на данните. Нека да разгледаме какво посочват данните за някои от основните валути.

Относно валутата евро се наблюдава стандартно отклонение 2,5 млн. и средна стойност 1,3 млн. Още на този етап можем да направим заключението, че валутата е изключително променлива. Тази промяна не се отнася до валутния курс на еврото, а до откритостта на компанията към тази валута. Стандартното отклонение е близо два пъти по високо от средната стойност. 91% от данните ще попаднат в региона средна стойност плюс/минус стандартното отклонение. Това е напълно разбираемо, като се има предвид голямата стойност на стандартното отклонение. Като цяло, изводът, който се налага, е, че тази валута е много променлива и не се поддава на подхода за управление чрез статистическо предвиждане на тренда. Това ограничава възможностите за редукация на риска чрез хеджиране на този тип валутна откритост. Не е по възможностите на компанията да предвиди движението на тази валута чрез

свои средства и е по-логично да предприеме прехвърлянето на риска на друга организация чрез хеджиране, застраховане на риска и други.

В следващата част на емпиричния сегмент на разработката ще се спрем на друга научна хипотеза. Нейните параметри са изложени в следната таблица (таблица 6).

Таблица 6

Планов хоризонт на статистическото изследване:	99 периода – от януари 2006 г. до март 2014 г.;
Брой валути включени в статистическото изследване	27 валути;
Метод на статистическо изследване/ измерител на риска	Дисперсионен анализ – Стандартно отклонение (σ) на брутния доход ¹
Ограничение на възприетия статистическия метод за изследване	Доколкото е възможно да се приеме, че данните имат нормално разпределение
Метод за изследване на статистическата значимост на данните	ANOVA
Хипотеза	Възможност за определяне на риска посредством количествени методи

Презумпцията на тази хипотеза е да се докаже научната обоснованост или да се отхвърли избора на променлива за анализа. В предишната хипотеза е избрана променливата нетни приходи от продажби, на основата на които се анализира рискът, на който е изложена компанията. Под въпрос е обаче доколко изборът на този финансов показател е правилен. Ако разходите за производството на продуктите се осъществяват в същата валута, в която и продажбите, всъщност това намалява рисковата откритост. Това е и един от подходите за ограничаване на риска, деноминирайки разходите в същата валута, в която са деноминирани и приходите. В последващия анализ възприетата променлива е "брутен доход", който се изчислява, като нетните приходи от продажби се намалят с производствената себестойност.

Резултатите от анализа са представени в приложената таблица 7.

¹ Брутен доход (Gross Margin) – изчислява се, като от нетните приходи от продажби се приспадне себестойността на продадената продукция или стоки.

Таблица 7

Валута	Обща откритост	Стандартно отклонение/ средна стойност	Стандартно отклонение	Средна стойност	Вероятност за възникване на риска	Влияние на риска
EUR	35 406 907	40%	273 597	680 902	Ниска	Високо
GBP	3 802 369	36%	26 372	73 122	Ниска	Високо
RUB	3 693 836	34%	24 185	71 035	Ниска	Високо
RON	1 800 927	25%	8 575	34 633	Ниска	Високо
SEK	1 333 623	29%	7 552	25 647	Ниска	Високо
IDR	961 145	26%	4 861	18 484	Ниска	Ниско
TRY	781 738	59%	8 840	15 033	Висока	Ниско
DKK	773 572	53%	7 957	14 876	Висока	Ниско
RSD	680 139	43%	5 649	13 080	Висока	Ниско
CAD	675 266	163%	21 214	12 986	Висока	Ниско
PLN	669 202	73%	9 338	12 869	Висока	Ниско
INR	633 581	70%	8 495	12 184	Висока	Ниско
NOK	577 606	20%	2 181	11 108	Ниска	Ниско
HUF	527 073	27%	2 742	10 136	Ниска	Ниско
AUD	514 657	131%	13 014	9 897	Висока	Ниско
CHF	420 278	41%	3 349	8 082	Ниска	Ниско
ISK	410 520	15%	1 202	7 895	Ниска	Ниско
CZK	315 078	35%	2 125	6 059	Ниска	Ниско
HKD	107 777	67%	1 392	2 073	Висока	Ниско
BRL	99 364	184%	3 512	1 911	Висока	Ниско
SGD	89 610	260%	4 480	1 723	Висока	Ниско
NZD	88 295	161%	2 741	1 698	Висока	Ниско
ZAR	67 056	221%	2 853	1 290	Висока	Ниско
USD	46 100	187%	1 659	887	Висока	Ниско
UAH	30 589	482%	2 834	588	Висока	Ниско
CNY	20 445	322%	1 267	393	Висока	Ниско
MXN	11 568	511%	1 138	222	Висока	Ниско

По подобен на изследването за нетните продажби начин, е приоритизиран рискът от валутните курсове – според влиянието на самия риск (последната колона).

Извършваме сравнителен анализ чрез съпоставяне на данните в табличен вид в таблица 8 спрямо таблица 5, при което се установяват следните закономерности:

Таблица 8. Дисперсионен анализ на данните, коефициент на нормална дистрибуция за променливата *брутен доход*

Валута	септ.13	окт.13	ноем.13	дек.13	ян.14	февр.14	Станд. Отклонение	Средна стойност
AUD	75%	99%	86%	35%	78%	92%	1 301 422	989 726
BRL	95%	88%	92%	99%	37%	50%	351 193	191 084
CAD	86%	90%	95%	95%	93%	90%	2 121 402	1 298 588
CHF	62%	52%	83%	65%	63%	57%	334 931	808 227
CNY	38%	38%	38%	38%	38%	38%	126 673	39 318
CZK	66%	52%	35%	53%	39%	27%	212 497	605 919
DKK	12%	67%	29%	84%	50%	57%	795 697	1 487 638
EUR	0%	70%	85%	83%	68%	62%	27 359 657	68 090 206
GBP	80%	97%	92%	100%	96%	89%	2 637 233	7 312 249
HKD	82%	78%	57%	62%	88%	84%	139 191	207 264
HUF	5%	99%	18%	0%	100%	53%	274 221	1 013 601
IDR	14%	7%	34%	9%	10%	33%	486 071	1 848 356
INR	8%	8%	8%	8%	8%	8%	849 503	1 218 425
ISK	20%	9%	11%	31%	45%	26%	120 153	789 462
MXN	42%	42%	42%	42%	42%	42%	113 770	22 247
NOK	16%	66%	8%	77%	25%	34%	218 069	1 110 782
NZD	92%	92%	98%	93%	87%	99%	274 056	169 798
PLN	37%	84%	23%	44%	30%	50%	933 805	1 286 926
RON	29%	36%	23%	1%	22%	17%	857 513	3 463 321
RSD	63%	76%	90%	100%	100%	36%	564 949	1 307 960
RUB	85%	80%	86%	88%	29%	55%	2 418 523	7 103 530
SEK	77%	79%	90%	16%	79%	61%	755 190	2 564 661
SGD	82%	84%	91%	88%	97%	97%	447 963	172 327
TRY	68%	51%	69%	51%	42%	46%	883 963	1 503 343
UAH	42%	42%	42%	42%	80%	100%	283 405	58 825
USD	30%	30%	30%	30%	30%	30%	165 877	88 654
ZAR	84%	90%	97%	99%	85%	89%	285 307	4

Разпределението на данните за голяма част от валутите се доближава до нормално статистическо разпределение (коефициентът на нормална дистрибуция е нагледно представен в таблица 8); стандартното отклонение

се изменя в относително по-нормални граници в сравнение с анализа на нетните продажби (таблица 5), въпреки че за редица валути е завишено. За удобство и поради факта, че последните данни са считат за най-актуални и достоверни, за целите на анализа са представени емпирични данни за периода от септември 2013 до февруари 2014 година.

В резултат на извършения табличен анализ се установява, че някои от валутите с голяма откритост (EUR, USD, INR, TRY) имат като цяло относително по-нормално разпределение в сравнение с валути, за които не се наблюдават големи транзакционни обеми. Същевременно, обаче, са налице съществени валутни позиции, които генерират потенциално висок риск за компанията (GBP, CAD, RUB, SEK, PLN). Тези валути трябва да представляват обект на повишено внимание от страна на груповия мениджмънт на компанията, тъй като статистическото им разпределение е далеч от нормалната дистрибуция, тоест степента на непредвидимост на движението им е съществена. Съществуват и валути с ниска откритост и близко до нормалното разпределение, което показва, че те са с пренебрежимо нисък транзакционен риск (UAH, RON, NOK, IDR, DKK, CNY).

Като допълнение – и за пълнота на извършения количествен анализ, авторът би добавил и плановете за потенциална бъдеща експанзия на компанията към пазарите от BRICS¹, което предполага и оценка на променливостта на валутите в тези нови пазари. Китайският юан (CNY) е относително стабилен и не представлява съществен риск с коефициент на нормално разпределение 38%. Бразилският реал се очертава като променлива валута, въпреки че в последните месеци коефициентът му на нормално разпределение се стабилизира на по-ниски стойности – около 50%. Индийската рупия (INR) е образец за валута с нормално разпределение – около 10%, и тя не представлява съществен риск. Южноафриканският ранд (ZAR) трябва да бъде обект на внимателно наблюдение от страна на мениджмънта, както и да се набележат мерки за управление на риска, поради непредвидимостта на движението му – около 100% коефициент на нормално разпределение.

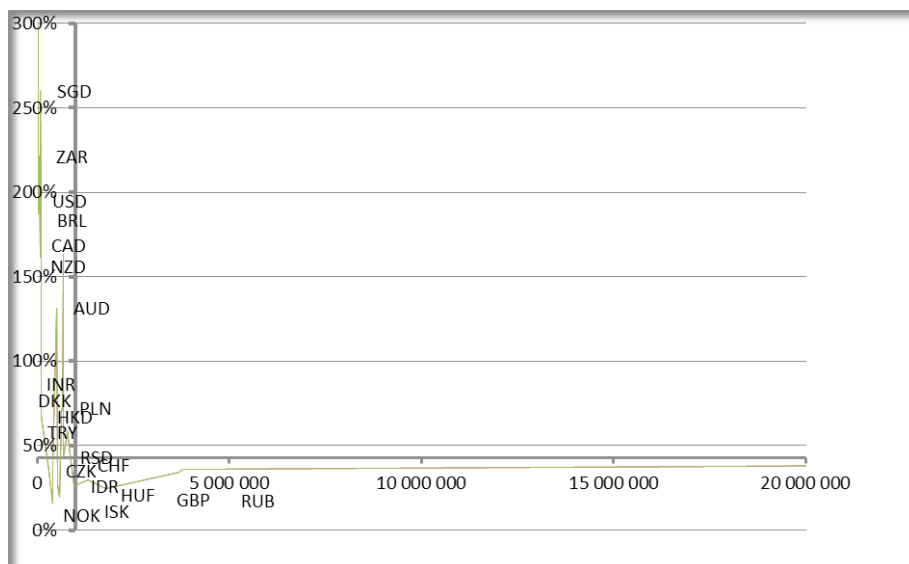
Руската рубла (RUB) е валута с висока променливост (около 80% коефициент на нормално разпределение). Управлението на откритостта към валутен риск на приходите и разходите, деноминирани в RUB, е предизвикателство за Актавис поради голямата откритост на компанията на пазарите в Русия и републиките от постсъветското пространство². Валутите на държавите от постсъветското пространство до голяма степен флукуират в зависимост от валутния курс на руската рубла. За тези пазари могат да се приложат групови мерки за управление на валутния риск – за цялото множество от валути на Русия и постсъветското пространство.

¹ Brazil, Russia, India, China, South Africa.

² ОНД и Прибалтика.

Презумпцията за определяне на пресечната точка на абсцисата и ординатата на графиката (фигура 8) и съответно определянето на квадрантите на графиката е 43% за стандартното отклонение – това е средната величина на стандартното отклонение, претеглено през откритостта на различните валути

Презумпцията за определяне на пресечната точка на абсцисата и ординатата на тази графика и съответно определянето на нейните квадранти е над 1 милион единици за общата откритост.



Фигура 8

От анализа на графиката могат да се изведат следните закономерности.

На първо място не се наблюдават валутни позиции, попадащи в квадрант I, което означава, че няма валути с голяма откритост и голям риск. По-голямата част от валутите попадат в квадранта с висок риск, но с ниска откритост (TRY, DKK, RSD, CAD, PLN, INR, AUD, HKD, SKD, NZD, ZAR, USD, UAH, CNY, MXN).

Наблюдават се няколко валути, които са с относително нисък риск, но с много голяма откритост (EUR, GBP, RUB, RON, SEK, IDR). Валутата EUR, която е с най-голяма откритост, е извън пределите на графиката поради мащабирането на данните с цел да се нанесат най-много валути. Изброените валути подлежат на внимателен анализ и наблюдение поради критичността им във връзка с бизнес средата на компанията.

Като завършек на анализа добавяме и валутите с ниска откритост и нисък риск (IDR, NOK, HUF, CHF, ISK, CZK), които не подлежат на мерки за намаляване на риска.

В резултат на сравнителния анализ на втората хипотеза (брутен доход от продажби) спрямо първата (нетни приходи от продажби) се установяват следните няколко тенденции.

Като цяло разположението на всички валути се измества вляво по графиката, тъй като откритостта на валутите в абсолютна стойност намалява с размера на производствените разходи. Въпреки това, наблюдаваме разположението на основните валути като EUR и GBP в долния десен квадрант на графиката, който съответства на нисък риск и висока откритост, тоест стратегиите за управление на валутния риск, приети за тези валути, остават непроменени.

От оставащите по-значителни експозиции – като RUB, RON, SEK и IDR, се наблюдава преместване с един квадрант по-наляво, което променя стратегията на компанията за тези валути, съответстваща на ниска откритост и нисък валутен риск. Стратегията за тези валути е да не се предприемат съществени мерки за ограничаване на откритостта.

По какъв начин гореизборените резултати от изследването биха могли да подпомогнат осветляването на основния научен проблем, станал повод за тази студия?

Авторът би изтъкнал основния научен принос в тази част на изследването както следва:

Уникалното в предложеното изследване е **идентификацията на променливата "брутен доход"¹ като базов индикатор за изследването на риска от променливост на валутния курс в една транснационална корпорация**. В литературата авторът не се е натъквал на този подход, като повечето от изследователите се концентрират върху променливи като "брутни приходи преди търговски отстъпки", "нетни приходи" и др.

Научният принос от избора на този индикатор се състои в естеството на брутният доход като съвременна счетоводна концепция от управленското счетоводство, която съпоставя приходите от продажбите на определен продукт с разходите (себестойността) за производство на този продукт. Поради факта, че за голяма част от произвежданите и продаваните продукти в транснационалната корпорация приходите от продажби съответстват на разходи, деноминирани в същата валута, като цяло рискът от промяна на приходите частично се компенсира от същата по посока промяна и в разходната част. Изводът е, че **едно изследване на риска въз основа на брутният доход би довело до много по-балансиран резултат и по-умерен риск**

¹ Gross Margin.

в сравнение с изследване на базата на нетните приходи от продажби, които по принцип биха надценили откритостта към валутния риск.

Изборът на брутният доход като основа на изследването на валутния риск хармонизира със съвременните тенденции в управлението на риска, а именно – интегрирания подход за управление на финансовия риск. При този подход, както споменахме в теоретичната част на изследването, самото изследване на отделните елементи на валутния риск се прави не изолирано, а като част от "общата картина" на валутните рискове на корпорацията. **Чрез избора на променливата "брутен доход" в хода на анализа на откритост към валутен риск се постига хармонизация с утвърдените методи в управленското счетоводство за отчитане на реализираната печалба, включващи както приходен, така и разходен елемент.**

Съществен резултат от изследването е и извеждането на научно обосновани препоръки за управлението на риска на конкретното дружество и потвърждаването на изведените в теорията и практиката елементи от процеса за управление на риска¹. Планирането на риска има за цел да изготви конкретен план за редуциране на рисковото явление (променливостта на валутните курсове), както и план за реакция в извънредни ситуации. Това е същинската част от анализа и управлението на риска. За валутите, включени в анализа, може да се изведе следният стратегически подход за планиране, в зависимост от откритостта към финансов риск и вероятността за неговото възникване (таблица 9).

Таблица 9

Разновидност на подход за планиране на риска	Валуты
Подход "Редуциране на риска"	TRY, DKK, RSD, CAD, PLN, INR, AUD, HKD, BRL, SGD, NZD, ZAR, USD, UAH, CNY, MXN;
Подход "Трансфериране на риска"	EUR, GBP, RUB, RON, SEK;
Подход "Приемане на риска"	IDR, NOK, HUF, CHF, ISK, CZK.

3. Насоки за продължаване на емпиричното изследване

Както споменахме в теоретичната част, всяко научно изследване би могло и дори е препоръчително да завърши с формулирането на нова хипотеза и препоръка за продължаване на изследването в нова посока. В резултат на из-

¹ Фигура 5 – б. а.

вършеното изследване авторът е идентифицирал нов подход за развитие на научния проблем, а именно – анализ освен на количествените, и на качествените аспекти от управлението на валутния риск на транснационалната корпорация. По този начин ще бъдат преодолени някои от методологичните проблеми, изложени в текущото изследване, а именно – общите ограничения при статистическия анализ на количествени данни и невъзможността някои рискови събития да бъдат предвидени само чрез анализ на исторически данни.

Като насоки за продължаване на текущото изследване биха могли да се посочат следните изследователски дейности. На първо място би могло да се проведе емпирично изследване (предимно чрез метода на интервюто), целта на което е да се съберат качествени данни за типични рискови ситуации и да се детайлизира подходът за намаляване на валутно-курсския риск в реалната практика. Биха могли да се анализират някои от изброените методи при недостиг на валутна откритост за плащане на доставчик на стоки или услуги: осъществяване на контакт и преговори с финансови институции за осигуряване на краткосрочен финансов ресурс; разсрочване във времето на паричните потоци на проекта, удължаване на проекта, ако това е възможно; при внезапна съществена промяна на валутния курс, промяна на доставката на съответната стока и услуга към друг доставчик, опериращ с друг валутен курс.

Авторът планира продължаване на текущото изследване в посока анализ на вътрешнофирмени документи в транснационалната фармацевтична корпорация, както и във връзка с процедурните подходи за контролиране на валутния риск на ниво филиал на дружеството (Actavis, Internal Document, Treasury manual, June 2012.). Почти всички от изброените процедури и мерки за управлението на валутния риск се отнасят към риска, свързан с модела/методологията на оперативната дейност на дружеството (Crouhy et al., 2014, p. 302).

Авторът е установил потенциал за детайлизация на подхода за откритост към валутен риск чрез анализ на следните четири вътрешно-фирмени процедури в Актавис, които адресират управлението на валутния риск, свързан с управлението и оптимизирането на паричните потоци в транснационалната корпорация:

- На първо място, клоновете на компанията поддържат сметки във всички валути, с които се извършват трансакции на оперативното ниво. При условие, че валутни трансакции в съответната валута не се извършват, съответната сметка би трябвало да се затвори във възможно най-кратък срок.
- По валутните сметки се поддържа минимален баланс, достатъчен само за извършване на ежедневните валутни трансакции по валутни-

те сметки, като допълнителните баланси се превеждат периодично към груповата сметка на корпоративно ниво. В Актавис е възприета и стратегията на "парично обединяване"¹, чието разглеждане не е предмет на настоящата студия.

- Клоновете на компанията използват с приоритет системата за вътрешни валутни трансакции на Актавис (а не външни контрагенти) при необходимост за конвертиране на чужди валути във функционалната валута и обратно.

Чрез анализа на тези методики от реалната практика **авторът потвърждава значението на интегрирания подход при управление на риска от гледна точка на качествените методи**, а именно – компанията управлява валутнокурсния риск, като се стреми приходите от дадена валута да съответстват на разходи и себестойност от същата валута, както и активите, деноминирани в дадена валута, да съответстват на пасивите, деноминирани в същата валута. Допълнителен извод от изследването е тенденцията за контролиране на валутния риск, което да се извършва на групово ниво, а не на локално ниво, тоест хеджирането на рисковата откритост, валутнокурсните форуърдни контракти и опции се извършва на ниво централно управление на транснационалната корпорация, като клоновете на компанията нямат право да осъществяват валутни сделки с цел валутна спекула, а само, доколкото се обслужва търговската дейност на дружеството.

Спекулата с валутна откритост и хеджирането са възможни само на корпоративно (групово) ниво, като на съответните филиали не се разрешава да се занимават с такава дейност. Интегрираният подход при управлението на риска се наблюдава и чрез процеса по финансирането на отделните филиали (клонове) на дружеството, което като правило се извършва в съответната функционална валута на дружеството. По този начин се минимизират флукуациите, свързани с валутните курсове, в отчета за приходите и разходите на съответния филиал (клон). Препоръчително е филиалите да издават фактури към трети лица във функционалната си валута с цел минимизация на транзакционния валутен риск.

Като възможност за продължаване на настоящата студия и по линия на оригиналността на изследването биха могли да се идентифицират следните конкретни насоки: На първо място, да се проведе анализ на съществуващите политики за управление на риска в транснационалната корпорация – обект на изследването, като вътрешно разработени процедури, разделение на отговорностите, възприети от фармацевтичната индустрия норми и правила за ръководене на бизнеса, ценообразуване, валутнокурсва откритост, нормативни изисквания и други. **Политиките биха могли да бъдат анализирани в контекста на установяване на при-**

¹ Cash Pooling.

чинно-следствена връзка между рисковите фактори и финансовите резултати. Основните презумпции и идеи на изследването ще бъдат подчинени на **събирането на емпирични данни за всеки вид оперативен риск, с акцент върху валутните рискове и установяване на причинно-следствените връзки за тези рискове.** Чрез метода на интервю и анализ на вътрешнофирмена документация авторът **възнамерява по-нататъшен анализ на корпоративните "карти на бизнес процеси" (на основните бизнес процеси), които се предполага, че са изложени на икономически рискове и съответно пораждат такива.**

Други обекти, които биха могли да бъдат анализирани като продължение на текущото изследване, са множеството от мерни единици, чрез които се измерват оперативните рискове в организацията (количествени, дискретни и качествени), описващи честотата на риска, степента на риска и вероятността от възникване на рисковата ситуация. Този тип данни ще дадат възможност за количествено установяване на икономическия капитал, който е необходим като предпазен буфер при възникването на рисковото събитие.

Разширяване на теоретичната рамка на текущото изследване би включвало следните допълнителни елементи във връзка с анализа на съществуващите методи в организацията за управление на откритостта към оперативен валутен риск, както и предприетите мерки за застраховане на откритите валутни позиции:

а) Методика за отчитане на рисковата откритост в организацията – от многобройните рискови индикатори кои имат най-голямо значение за висшия мениджмънт на организацията, наличието или липсата на структурни отдели в организацията, чиято дейност е отчитане и анализ на риска;

б) Разработване на методика и средства за анализ на риска, като това включва: анализ на сценарии за управление на риска, съвременна база от данни, описваща различните видове риск във фармацевтичната индустрия като цяло и в конкретната организация в частност, честотата на анализ на риска в зависимост от степента, в която оперативните рискове ще бъдат изложени на промени. В конкретната организация – обект на изследването, поради често променящи се обстоятелства и възникването на нови пазарни инициативи честотата на преценка на рисковите обстоятелства ще бъде основен параметър на изследването;

в) Анализ на икономическия капитал в организацията, който е наличен, с цел предпазване от настъпване на рискови събития.

В края на студията биха могли да се изведат следните **обобщения и заключения относно процеса на управление на валутнокурсския риск в транснационалната корпорация:**

- Теоретичните изследвания на автора относно откритостта на финансовия риск в Актавис потвърждава становището му за недостатъчна яснота във финансовата литература относно управлението на финансовия риск в компании от нефинансовия сектор. Авторът привежда аргументи в подкрепа на същественото значение на съвременния интегриран подход за управление на валутния риск.
- Задълбоченият анализ на управлението на финансовия риск в практиката показва ясно предпочитанието на бизнес ръководителите към процедурни, бюрократични подходи за управление на този риск, в сравнение с техническите, количествени методики, които са по-широко застъпени в теорията. От особена важност е изследването да бъде продължено, като фокусът се премести към качествените подходи.
- Авторът посочва като съществена особеност оперативното управление на откритостта към валутен риск да се извършва на равнище дирекция на икономическата група, а не на ниво подразделение на транснационалната корпорация.

След проведеня задълбочен анализ авторът стига до извода, че **продължаването на изследването в посока включване на съвременните качествени методи за управление на финансовия риск, използвани в практиката, би допринесло значително за постигане на изследователската цел на автора, а именно – успешното управление на финансовия риск в транснационалната корпорация.**

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На първо място, авторът анализира актуални теоретични постановки в областта на управлението на откритостта на финансов риск в транснационална корпорация от нефинансовия сектор. **На второ място**, авторът извършва емпирично изследване с помощта на статистически прогностични модели на финансовия риск в транснационална производствена и търговска корпорация. **Проведеното научно изследване е с потенциал за практико-приложен научен принос** поради факта, че опитите за решаването на този проблем в съвременната финансова литература са недостатъчно изчерпателни. Подобен род изследвания в литературата се отнасят предимно към корпорации от финансовия, застрахователния и инвестиционния сектор, като авторът отива по-далеч чрез разширяване на приложението на утвърдените емпирични методи за управление на финансовия риск върху компания от производствения сектор.

В резултат на настоящата студия е потвърдена приложимостта на възприетите в теорията статистически модели за изследване на валутния риск

в една реална транснационална корпорация, оперираща с около 30 различни валутни курсове. **Като резултат от изследването се извеждат реални емпирично обосновани препоръки за класификация на валутно-курсните рискове, както и насоки за управление на валутнокурсния риск в транснационалната корпорация. Потвърдена е и хипотезата за известните в теорията ограничения и слабости на статистическите методи за рисков анализ, които се базират предимно на количествени данни.**

Опитите за решаване на централния проблем в изследването – анализа на финансовия риск в транснационалната корпорация, водят автора в посока към препоръки за продължаване на текущото и дори ново изследване, а именно – към един обоснован опит за приложение на качествените методи и интегрирания подход в изследването на поставения научен проблем.

ЦИТИРАНИ ИЗТОЧНИЦИ:

Георгиев, Ю., 2015. Управление на риска в сигурността, София, изд. "Изток-Запад", с. 78.

(Georgiev, Yu., 2015. Upravlenie na riska v sigurnostta, Sofia, izd. "Iztok-Zapad", s. 78)

Статева, Й., 2014. Международна финансова архитектура – еволюция и съвременност, София, Издателски комплекс – УНСС.

(Stateva, Y., 2014. Mezhdunarodna finansova arhitektura – evolyutsia i savremennost, Sofia, Izdatelski kompleks – UNSS)

Статева, Й., 2015. Финансови деривати, София, Издателски комплекс – УНСС, с. 34, 38, 42, 43; 45-47; 48.

(Stateva, Y., 2014. Finansovi derivati, , Sofia, Izdatelski kompleks – UNSS)

Талеб, Н., 2009. Надхитрени от случайността, София, ИК "ИнфоДАР" ЕООД.

(Taleb, N., 2009. Nadhitreni ot sluchaynostta, Sofia, IK "InfoDAR" EOOD)

Талеб, Н. 2009. Черният лебед: Въздействието на слабо вероятното в живота и пазара, София, ИК "ИнфоДАР" ЕООД.

(Taleb, N., 2009. Cherniat lebed: Vazdeystviето na slabo veroyatnoto v zhivota i pazara, Sofia, IK "InfoDAR" EOOD)

Actavis, Treasury manual, Internal Procedure Document, release June 2012.

Allen, St., 2013. Financial Risk Management, 2nd edition, A Practitioner's Guide for Managing Market and Credit risk, Hoboken, New Jersey, p. 142.

Business Week archive Sept 2005, 2015, Bloomberg L.P.

CIMA Enterprise Management, 2014. Paper E2, Kaplan Publishing UK, Wokingham, Berkshire, UK, p. 471, 472, 473.

- Cohen, E, Overgard, W. H., 2005. "Risk is more than standard deviation", Financial advisor, May 1, 2005, <http://www.fa-mag.com/news/article-1129.html>
- Crouhy, G., D. Galai and R. Mark, The Essentials of Risk Management, 2nd edition, USA, 2014, Mc Graw Hill Education, p. 302, 333, 504.
- Deloitte Research, "Disarming the value killers", 2007, p. 3.
- Funston, Fr., St. Wagner, 2010. Surviving and thriving in uncertainty, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, p.p 34; 56; 277-278.
- Jorion, Ph., 2007. Value at Risk, 3rd edition, McGraw-Hill, USA, p.p. 515, 527.
- Lewis, M., 2011. The Big Short, W.W Norton & Company, New York, London.
- Management of Risk and Concepts", 2004. HM Treasury, p. 13, <https://www.gov.uk/government/publications>
- Sherden, W. A., 1998. The fortune sellers: The Big Business of Buying and Selling Predictions, New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Transportation Security Administration (TSA) statement, www.tsa.gov, March 2009.

УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВ РИСК В ДЕЙНОСТТА НА ТРАНСНАЦИОНАЛНА КОРПОРАЦИЯ (НА ПРИМЕРА НА АКТАВИС)

Резюме:

Целта на настоящото изследване е да се акцентира върху изобилието на методи за изследване на финансовия риск по отношение на финансовите компании на фона на недостатъчно богатия инструментариум за изследване на финансовия риск в транснационални корпорации от производствения сектор.

В първата част на студията авторът разглежда от теоретична гледна точка формите на финансов риск – валутен (транзакционен, оперативен и транслационен), лихвен и кредитен. Също така в тази глава е поместена част, засягаща управлението на финансовия риск в дейността на транснационалната корпорация.

Втората част на студията по същество представлява емпирично изследване за изложеността на компанията Актавис на транзакционен валутен риск. Авторът използва дисперсионен анализ на основата на данни за нетни приходи от продажби и пределен приход от продажби в различни валути (27 на брой) за 99 месечни периода (от март 2006 г. до януари 2014 г.). Въз основа на дисперсионния анализ валутите, към които компанията има експозиция, са класифицирани в четири квадранта според два критерия: вероятност за възникване на риск (според стандартното отклонение) и влияние на риска (според размера на експозицията в дадената валута). Предложени са варианти за управление на риска според това в кой квадрант попада съответната валута. Авторът е формулирал и насоки за продължаване на емпиричното изследване.

Ключови думи: финансов риск, управление на риска, валутен риск, корпоративна стратегия, международен бизнес.

JEL: G32.

STUDY OF FINANCIAL RISK MANAGEMENT IN THE MULTINATIONAL COMPANY (BASED ON ACTAVIS)

Abstract:

The purpose of this paper is to cover the gap in the empirical research of the financial risk in the non-financial international corporation. There are many theories and methodologies for assessment of the financial risk of finance entities, but there are not enough such methodologies focusing on the assessment of the risk of the non-financial corporations. The paper is mainly split into two chapters.

In the first chapter, the theoretical foundation of the different forms of the financial risk – currency, interest and credit risk is being examined. The currency risk is being split in its turn into three subtypes: translational, transactional and operational. The focus of the proposed research is defined as the transactional currency risk.

In the second chapter, an empirical research has been implemented which examines the coverage of the multinational corporation to a transactional currency risk. The author has chosen a methodology which is based on dispersion analysis over a database containing the net income and gross margin denominated in different currencies (27 currencies) monthly figures over several years period. Based on the dispersion analysis, the currencies, which the company has exposure to are classified into four quadrants using 2 criteria: possibility for risk occurrence (according to the standard deviation) and risk impact (according to the currency exposure). Different approaches to risk management are proposed according to the quadrant in which the currency is being situated in. The author has also formulated recommendations for continuation of the research.

It is a current topic, having in mind the increasing uncertainty, the companies are operating in, from one side, and the increasing possibilities and instruments of the companies which are managing the risk, from the other side. From that point, the author's idea to imply a statistical model for managing the currency risk, using data for a real multinational company is turning the paper into an interesting applied scientific research.

Key words: financial risk, risk management, currency risk, corporate strategy, international business.

JEL: G32.