

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ
„Д. А. ЦЕНОВ“
Катедра „Финанси и кредит“

Николай Тодоров Здравков

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертация за присъждане на научната и образователна
степен „доктор“ (по икономика) по научна специалност
„Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ (Финанси)

на тема:

УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ ПРИ
ДИСТРИБУЦИЯТА НА
ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ПРОДУКТИ И
УСЛУГИ В УСЛОВИЯТА НА ДИНАМИЧНА
РЕГУЛАЦИЯ

Научен ръководител:

Доц. д-р Стоян Проданов

Свищов

2020

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита на заседание на Катедрения съвет на катедра „Финанси и кредит“ при Факултет „Финанси“ на Стопанска академия „Д. А. Ценов“-гр. Свищов.

Данни за дисертационния труд:

Брой страници – 179

Брой фигури – 15

Брой таблици – 34

Брой литературни източници – 81

Брой публикации на дисертанта – 4

Защитата ще се проведе на 09.10.2020 г. (петък) от 11:00 ч. в Заседателна зала „Ректорат“ на Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов.

Материалите по защитата са на разположение в Отдел „Докторантура и академично развитие“.

СЪДЪРЖАНИЕ НА АВТОРЕФЕРАТА

Обща характеристика на дисертационния труд.....	4
1. Актуалност на темата	4
2. Обект и предмет на изследването	5
3. Изследователска теза	6
4. Цел на дисертационния труд	6
5. Задачи и методология на изследването	6
6. Работни хипотези	7
7. Използвани методи	7
8. Обхват на изследването	8
9. Структура на изследването.....	8
10. Приложимост на резултатите от изследването	10
I. Основно съдържание на дисертационния труд	10
II. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА	32
III. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	33
IV. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ И ДОСТОВЕРНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	34
V. СПИСЪК С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА.....	35
VI. СПРАВКА ЗА СЪОТВЕТСТВИЕ С НАЦИОНАЛНИТЕ ИЗИСКВАНИЯ ПО ПРАВИЛНИКА ЗА ПРИЛАГАНЕ НА ЗАКОНА ЗА РАЗВИТИЕ НА АКАДЕМИЧНИЯ СЪСТАВ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ.....	37

I. Обща характеристика на дисертационния труд

1. Актуалност на темата

Управлението на риска е един от най-старите проблеми в практически всички сфери на човешката дейност и в частност във финансово-икономическата сфера. Принципът, върху който работи застраховането, е чрез разпределяне на риска между субекти. Застраховането също така е и доста консервативна и бавно променяща се сфера на човешкото познание. Проданов (Проданов, 2017) посочва, че „застраховането е консервативна наука, в която иновациите навлизат бавно, а доминиращият бизнес модел е непроменен от началото на XX век“. Един от най-старите „спътници“ на застрахователния бизнес в неговата еволюция е застрахователното посредничество. Днес застрахователното посредничество е една от най-важните части от застрахователната сфера. Причината за това е, че застрахователният пазар се характеризира със значителна информационна асиметричност, която често е в ущърб на застрахователя, а не на потребителя, както би било в други пазари. От гледна точка на потребителите проблеми възникват поради сложността на застрахователните продукти, това, че те са блага, чието качество не може да бъде оценено от клиента преди закупуването (experience goods), а често дори и след това (credence goods). Ето защо изключително важна и за двете страни в този пазар е ролята на застрахователните посредници. От гледна точка на застрахователите те компенсират информационната асиметричност, давайки информация за характеристиките на потребителите, за търсенето и т.н. От гл. т. на клиентите посредниците осигуряват информационна база за предварително сравнение и оценка на продуктите, с което създават възможност да се направи информиран и ефективен избор. В същото време застрахователното посредничество е силно конкурентна дейност,

характеризираща се с голяма динамика, зависимост от променящите се икономически и социални фактори, възникващи нови рискове, от постоянно усложняващите се законови регулации. Ето защо мениджмънтът на застрахователна посредническа фирма и в частност брокер е изправен под постоянното предизвикателство на ефективното управление на своя бизнес и най-вече в неговия финансов аспект. В това отношение мениджърите трябва да притежават инструменти за изчерпателен управленски финансов анализ, който да позволи, да се преценява потенциалната проекция на всяка промяна във външните и вътрешните обстоятелства върху финансовото състояние и най-вече върху стойността на фирмата. Информацията, генерирана от този управленски финансов анализ, трябва да служи за вземане на своевременни ефективни управленски бизнес решения както в стратегически, така и в тактически план. Ефективното функциониране на застрахователните посредници е от съществено значение не само за самите тях, но на първо място за застрахователите, а така и за цялото общество по отношение управление на неговите рискове. Всичко това определя **актуалността** на дисертационния труд, доколкото той е свързан с изграждане именно на такъв модел за управленски финансов анализ в условията на променяща се среда и динамични регулации.

2. Обект и предмет на изследването

На основата на така дефинираната актуалност за *обект* на дисертационния труд се определя дейността на застрахователните посредници и в частност – застрахователните брокери като основни медиатори на пазара на застрахователни продукти.

Предметът на разработката се фокусира върху управленския финансов анализ, прилаган в застрахователните брокерски фирми и служещ като основа за вземане на стратегически и тактически решения

при мениджмънта на тяхната дейност с оглед максимизиране на фирмената стойност.

3. Изследователска теза

Изследователската *теза*, която е тествана в настоящия дисертационен труд, се формулира, както следва: *Ефективното управление на застрахователна посредническа фирма изисква изграждане на модел за управленски финансов анализ, който да е основан на концепцията за максимализация на фирмената стойност и да отразява както традиционната консервативност на сектора, така и динамиката на финансово-икономическата среда и променящите се регулации.*

4. Цел на дисертационния труд

Целта на разработката е да се изследва от теоретична, методологическа и емпирична гледна точка бизнесът на застрахователните посредници и да се предложи модел за управленски финансов анализ, стъпващ на концепцията за максимализация на фирмената стойност.

5. Задачи и методология на изследването

Конкретните задачи, които се поставят в разработката, са:

Първо. Да се направи критичен преглед на фундаментални и съвременни изследвания в областта на финансовото управление на застрахователните посредници и в частност застрахователните брокери.

Второ. Да се развият и структурират методическите основи на анализа на финансовото състояние на застрахователните посредници.

Трето. Да се обоснове и апробира подход за максимализацията на фирмената стойност на основата на модели за нейната оценка и измерване.

Четвърто. Да се аргументират подходи за включване на основните категории фактори, влияещи върху стойността на фирмата, в модела за оценка и управленски финансов анализ.

Пето. Да се градираат по значение различните външни и вътрешни фактори на фирмената стойност.

6. Работни хипотези

Поставените обект, предмет, основна изследователска теза, цел и задачи позволяват, разработката да се фокусира върху тестването на следните работни хипотези:

Хипотеза първа. Дистрибуцията на застрахователни продукти е специфична и особена част от застраховането. С еволюцията на застрахователното дело тази дейност се е обособила в отделен твърде важен клон на финансово-застрахователната дейност, а именно – застрахователно посредничество. То се развива по свои собствени правила и закони и изисква специфични методи за управление.

Хипотеза втора. Оптималното финансово управление на брокерска компания в застрахователния сектор в България изисква изграждане на комплексен модел, основан на контрола на финансовата стойност на фирмата, който да позволява, чрез прогнозиране на ползите и разходите да се сравнява атрактивността на различни бизнес линии, посредством което да се развиват тези от тях, носещи най-голямо нарастване на стойността на компанията.

7. Използвани методи

В методически аспект изследването се базира върху използването и прилагането на ретроспективния подход, сравнителния анализ, методите на дедукцията и индукцията, на анализа и синтеза, графичния метод, статистическите и иконометрични методи и др.

8. Обхват на изследването

Изследователските задачи в дисертационния труд, в тяхната теоретична, методологическа и емпирично-практическа част, ограничават своя обхват до конкретни аспекти на застрахователното посредничество. Анализират се преди всичко проблемите на финансовия мениджмънт на дружеството от гледна точка максимализацията на неговата стойност, определяне детерминантите на тази стойност и тяхното влияние върху нея. Разсъждава се върху подходи и методи за управленския финансов анализ, за спецификата на застрахователното посредничество и как управленският финансов анализ да отрази тази специфика. Най-голям интерес представлява възможността за сравняване и намиране на оптимално съотношение между различните бизнес линии, които брокерите развиват.

Извън обхвата на изследването остават всички проблеми на самото застраховане като дейност, на взаимоотношенията застраховател – посредник. Не са анализирани и като обект за бъдеща работа остават проблемите на дигитализацията на застрахователното посредничество.

9. Структура на изследването

Дисертацията е с общ обем от 179 стандартни страници, структурирана в три глави по следния начин:

ВЪВЕДЕНИЕ

Глава първа. ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ, РЕГУЛАТОРНА РАМКА И АКТУАЛНИ ПРОБЛЕМИ НА РИТЕЙЛА В ЗАСТРАХОВАТЕЛНИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ

1. Теоретични основи на пазара на застрахователни продукти
 - 1.1. Функции и ползност на застрахователните посредници
 - 1.2. Застрахователни посредници – историческо развитие и особености

- 1.3. Структура на застрахователния пазар
2. Регулаторните аспекти при застраховането в България /Регулаторни аспекти на застрахователното посредничество в България
3. Състояние, специфични особености и актуални проблеми на българския застрахователен пазар
4. Изводи

Глава втора. ОПТИМАЛНО ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА БРОКЕРСКА КОМПАНИЯ В ЗАСТРАХОВАТЕЛНИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ - МЕТОДИЧЕСКИ ОСНОВИ, РЕГУЛАТОРНИ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДОБРИ ПРАКТИКИ

1. Философия на управленския финансов анализ при застрахователните посреднически фирми
2. Модели за анализ и оценка на фирмената стойност при мениджмънта на застрахователните брокерски фирми
 - 2.1. Необходимост от оценка на стойността на брокерските фирми в застраховането
 - 2.2. Изследвания върху модели за оценка на стойността на брокерските фирми
 - 2.3. Сравнителен анализ на моделите. Специфични особености на моделите за оценка на фирмите в брокерския бизнес
 - 2.4. Сравнителен анализ на модели на свободните парични потоци
3. Анализ на външните фактори на фирмената стойност
4. Вътрешни фактори на фирмената стойност
5. Изводи

Глава трета. ИЗГРАЖДАНЕ НА УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ МОДЕЛ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН БРОКЕР В БЪЛГАРИЯ В УСЛОВИЯТА НА ДИНАМИЧНА РЕГУЛАТОРНА СРЕДА

1. Прогнозна част на модела
 - 1.1. Концептуална рамка на прогнозирането на динамични редове
 - 1.2. Емпирика на прогнозната част на модела
 - 1.3. Резултати от прогнозирането
2. Финансова част на модела
 - 2.1. Сравнителен анализ на бизнес линиите

2.2. Определяне на оптималното съотношение между бизнес линиите

2.3. Оптимизация на капиталовата структура

3. Изводи

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСЪК на цитираната и използвана литература

10. Приложимост на резултатите от изследването

Изложените в дисертацията разсъждения и изводи потвърждават схващането, че управлението на фирма – застрахователен брокер е предизвикателна задача, което е свързано със спецификата на застрахователния пазар, на застрахователния продукт и на новите предизвикателства пред сектора. Това поражда особено силна необходимост от комплексен модел за управленски финансов анализ. Представените в дисертационния труд резултати от систематизацията и критичен анализ на специализираните изследвания, на методическите аспекти и най-вече емпирично-практическите резултати дават напълно приложими за целите на практическия финансов мениджмънт на застрахователните посредници изводи, свързани с външните и вътрешните детерминанти на фирмената стойност, с възможностите за прогнозиране на парични потоци, за вземане на решения, оптимизиращи финансовото благосъстояние на фирмата

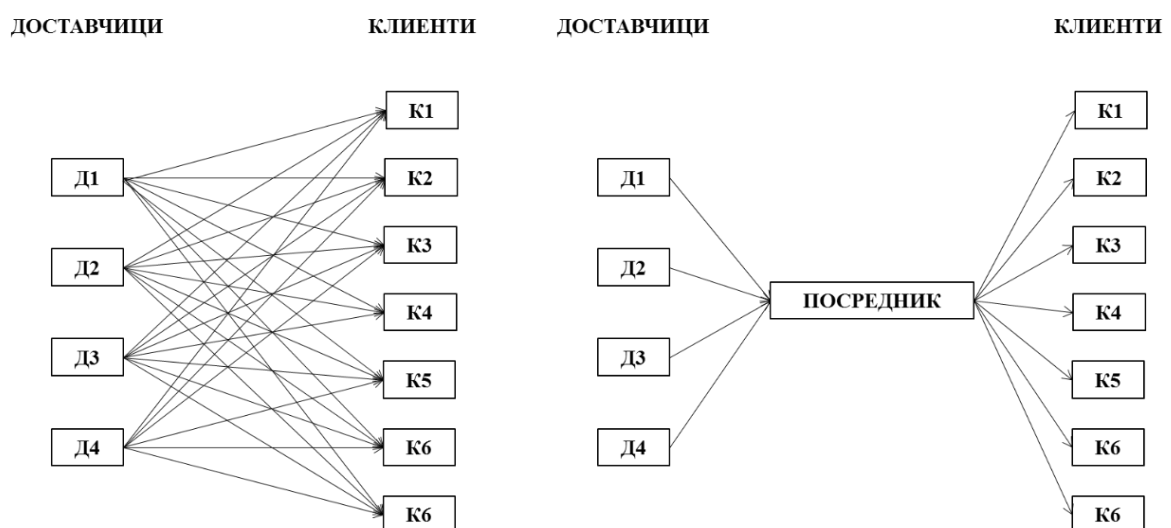
II. Основно съдържание на дисертационния труд

Глава първа. ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ, РЕГУЛАТОРНА РАМКА И АКТУАЛНИ ПРОБЛЕМИ НА РИТЕЙЛА В ЗАСТРАХОВАТЕЛНИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ

Изследователската хипотеза, която се подлага на проверка, се формулира така: *Дистрибуцията на застрахователни продукти е специфична и особена част от застраховането. С еволюцията на*

застрахователното дело тази дейност се е обособила в отделен твърде важен клон на финансово-застрахователната дейност, а именно – застрахователно посредничество. То се развива по свои собствени правила и закони и изисква специфични методи за управление.

С оглед на така формулираната хипотеза глава първа е структурирана в следните обособени части. В параграф 1 се полемизира върху теоретичните основи на пазара на застрахователни продукти. Последователно са разгледани функциите на застрахователните посредници, които са аналитични, консултативни, информативни, логистично-административни, риск-мениджмънт, дистрибуционни. Анализира се полезността на посредниците, която се свързва с намаляването на трансакционните разходи. То се дължи на ред причини, основна сред които е намаляването на броя канали и връзки, които клиенти и застрахователи биха поддържали помежду си при липса на застрахователни посредници (Фигура 1). Друга основна полезност на посредника се свързва с намаляване на типичната за застрахователния пазар информационна асиметричност.



Фигура 1. Намаляване на координационните разходи при наличие на посредник (Rose, 1999)

Проследено е историческото развитие на застрахователните посредници, като се посочва, че първите такива са нидерландските и немски *маклери*, чиято дейност се свързва преди всичко с морското застраховане и още в средата на далечния 17 век е толкова развита, че е обект на нормативни регулации. Сред конкретните предпоставки (Габровски, 2007) за възникването и еволюцията на застрахователните маклери се сочат:

- 1) Ускореното икономическо развитие, водещо до необходимост от защита от нови и по-големи рискове;
- 2) Интензивното развитие на застраховането и появата на големи застрахователни отговорности;
- 3) Специализацията на застрахователните предприятия по браншове;
- 4) Транснационалното изравняване (разпределение) на риска по място, по време, между субекти;
- 5) Усложняването на договорните отношения.

Следващият силен импулс в развитието на застрахователното брокерство дава еволюцията на Лойдовия застрахователен пазар във Великобритания, където отношенията между брокери и синдикати „изковават“ някои от водещите принципи и стандарти на съвременното застраховане и посредничество.

В параграф 2 се развиват идеи за регулаторните аспекти на застрахователното посредничество в България. Проследено е историческото му развитие, което се характеризира с големи крайности и непоследователност, обусловени от особеностите на историческото ни развитие като цяло. На първо място, застраховането в България изобщо бележи своя старт много късно в сравнение с другите европейски държави – чак след Освобождението (Драганов, Хр., Иванова, Г. & Драганов, Г., 2014). Най-общо историята на застраховането и застрахователното

посредничество у нас може да бъде разделена на три периода – от Освобождението до 1946 година, от 1946 до 1989 и след 1989 г. Разбира се, в този най-нов период също съществуват повратни моменти, като например присъединяването на България към Европейския съюз през 2007 година, глобалната финансова и икономическа криза 2008-2010 година и др.

В следващата структурна част на глава първа се анализира структурата на застрахователния пазар, като се коментират различните категории субекти на него – ексклузивни агенти, мултиагенти, застрахователни брокери, банкашуранс, зависими (captive) брокери, surplus-line брокери, coverholders и др.

Направен е изчерпателен преглед на нормативната уредба на застрахователното посредничество у нас, като се разкриват основните тенденции, които са в посока разграничение на функциите на агенти и брокери, увеличаване на изискванията за образование и опит на лицата, ангажирани с дистрибуцията на застрахователни продукти, хармонизация с европейското законодателство и пълна защита на интересите на застрахованите лица. Всички основни изисквания, касаещи посредничеството, са интегрална част от Кодекса за застраховането.

В параграф 3 се прави анализ на актуалните проблеми и предизвикателства на застрахователното посредничество както в световен план, така и в България. Основната тенденция на българския застрахователен пазар в периода на най-новото му развитие е свързана с постепенно увеличаване дела на брокерите за сметка на застрахователните агенти и съответно на brutния премиен приход, реализиран от тях.

В параграф четвърти на първа глава са формулирани изводи, както следва:

Първо. Застрахователните посредници заемат централно място на пазара на застрахователни услуги и тяхната роля е относително по-важна

отколкото ролята на посредниците на други пазари. Това се дължи на спецификата на застрахователния пазар, характеризиращ се със значителна информационна асиметричност; на спецификата на застрахователния продукт, който може да бъде оценен от клиента само след закупуване (experience good), а понякога дори не и след това (credence good). В тази среда застрахователните посредници имат преди всичко информационна, консултативна, логистична и координационна функция. Също така обаче те намаляват значително трансакционните разходи, свързани със сделката, което се дължи на използване на една и съща изградена база данни от много застрахователи/ клиенти, икономии от мащаба, специализация и др.

Второ. В исторически план силно развитие на застрахователното посредничество, а и на самото застраховане се получава във връзка с развитието на корабоплаването и презокеанската търговия 15-17 век. Асоциираните с нея рискове пораждат необходимостта от застраховане и водеща роля тук имат именно застрахователните брокери (в началото застрахователни маклери). Към средата на 17 век тяхната дейност вече е обект на регулации, а към 1729 г. в Амстердам функционират над 100 професионални организации на застрахователни маклери. С постепенното засилване на позициите на Великобритания в корабоплаването и търговията с Новия свят английските прийоми в застраховането започват да диктуват развитието. Може би най-развит и чист вид застрахователното посредничество получава във връзка с развитието на Лойдовия застрахователен пазар. Именно там ролята на брокерите е водеща пред тези на осигуряващите фактическата застрахователна защита лица (underwriters). И до днес най-специфичните и „сложни“ експозиции в САЩ се прехвърлят чрез т.нар. Surplus lines към лондонския застрахователен пазар, а напоследък дори към китайския пазар.

Трето. Структурата на застрахователния пазар включва информационни и трансакционни посредници. Към първите се

причисляват рейтингови агенции, специализирани издания, интернет портали, потребителски агенции. Към трансакционните се причисляват ексклузивни агенти, независими агенти, застрахователни брокери, директни поематели на риск, банкашуранс, зависими (captive) брокери, surplus-line брокери и general managing agents.

Четвърто. Историята на застраховането и застрахователното посредничество у нас може да бъде разделена на четири периода – от Освобождението през 1878 до 1946 година; от 1946 до 1989; от 1989 до 2007 г.; и след 2007 г. (приемането на България в ЕС). Най-съществените регулативни промени в края на предпоследния период и последния период са свързани със създаването на КФН (2003 година), приемането на първия Кодекс за застраховането (2005 год.), приемането на втория, действащ и досега нов Кодекс за застраховането. Като обобщение може да се каже, че нормативната уредба на застрахователното посредничество в България търпи значително развитие в посока усъвършенстване и приспособяване към развиващите се и усложняващи се съвременни пазарни условия. Най-съществените тенденции, които се наблюдават, са в посока изрично разграничаване на функциите на брокери и агенти; засилване на изискванията за образование и квалификация на лицата, управляващи, и лицата, директно осъществяващи дейността по застрахователно посредничество; развитие на лицензионния и регистрационен режим; подчиняване на изискванията за брокерите и агентите и на другите категории лица, занимаващи се с посредничество (служителите на самите застрахователи при директни продажби, както и посредниците, развиващи застрахователно посредничество като допълнителна дейност). След 2007 год. всички промени са в посока синхронизация със законодателството в ЕС и защита на потребителите на застрахователни продукти.

Пето. Най-съществените особености и актуални предизвикателства на глобалния и българския застрахователен пазар и в частност на

посредниците, работещи на него, са свързани с промени в общите икономически условия, промени във финансовата система, нормативните регулации, появата на нови видове риск, промени в застрахователния бизнес (дигитализация), цикъла на застрахователния пазар.

Глава втора

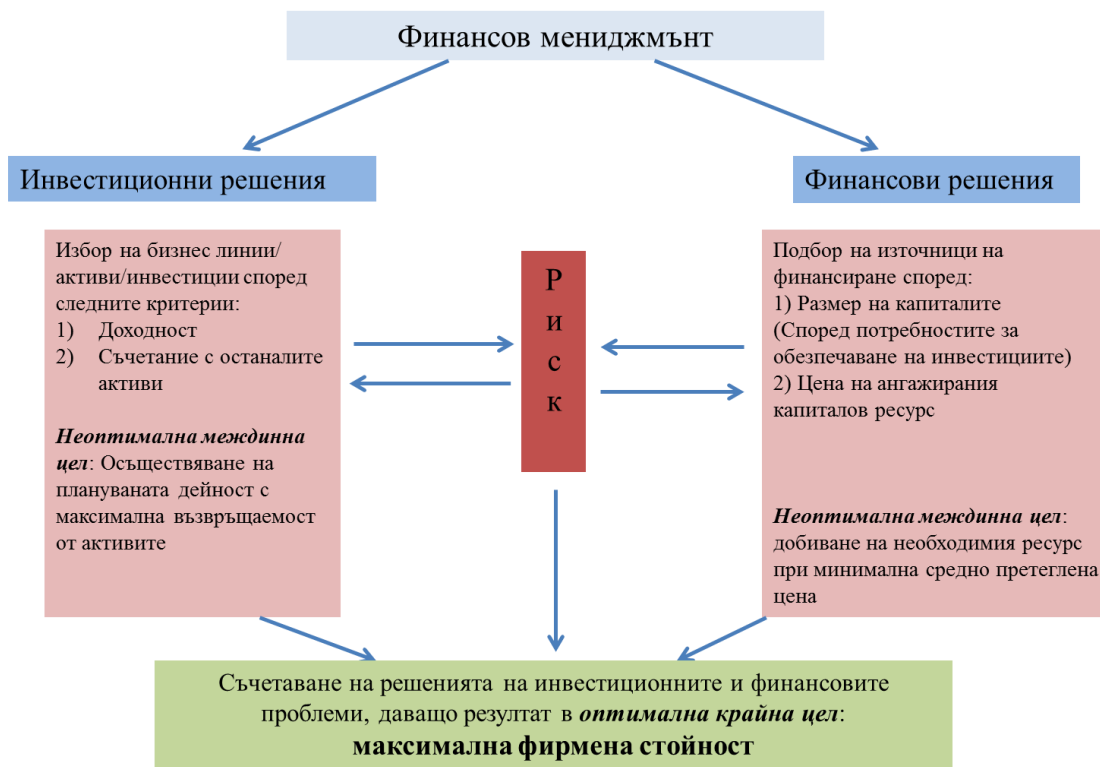
ОПТИМАЛНО ФИНАНСОВО УПРАВЛЕНИЕ НА БРОКЕРСКА КОМПАНИЯ В ЗАСТРАХОВАТЕЛНИЯ СЕКТОР В БЪЛГАРИЯ - МЕТОДИЧЕСКИ ОСНОВИ, РЕГУЛАТОРНИ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДОБРИ ПРАКТИКИ

*Изследователската хипотеза, която се проверява в тази глава, гласи: **Оптималното финансово управление на застрахователен брокер изисква, от една страна, избор и оптимизиране на ключови параметри на финансовото състояние, а от друга, определяне на най-важните влияещи му променливи. Традиционно като най-софистициран критерий за успешно финансово управление се приема фирмената стойност, а за цел – нейната максимализация. Като ключови външни променливи, от които тя се влияе, могат да се посочат състоянието на застрахователния пазар, типовете най-продавани застраховки, нивата на техните премии и съответно – брокерските комисиони, както и някои специфични нормативни регулации. Типични фактори от вътрешен характер са инвестициите в човешки капитал, добрите корпоративни практики, структурата на каналите за продажба, структурата на активите и пасивите и други индикатори на финансовото управление, които могат да се измерят с инструментариума на управленския финансов анализ. Като променливи от едновременно външен и вътрешен характер може да се посочи изборът на пазарна стратегия, т.е. основните бизнес линии,***

които ще се развиват – корпоративни продажби, ритейл продажби и т.н.

С оглед на така формулираната хипотеза глава втора е структурирана в следните обособени части. В параграф 1 се изследва философията на управленския финансов анализ при застрахователните посреднически фирми. На основата на прегледа на релевантни научни статии се достига до извода, че управленският финансов анализ при застрахователните посредници трябва да стъпва на модели за контрол на стойността на фирмата. Така за универсален критерий за всяко управленско решение се приема ефектът, който това решение има върху стойността на фирмата. Следователно основа на такъв управленски модел трябва да бъде подходящ модел за измерване и оценка на стойността на фирмата (Фигура 2). Аргументира се, че този тип модели могат да бъдат използвани не само при промяна на собствеността на фирмата, но също така и при нейното управление.

В параграф 2 се разглеждат и систематизират научни и професионални изследвания и публикации относно модели за оценка на финансовата стойност на такъв тип дружество. Моделите са систематизирани по традиционната класификация в три групи, основани на три генерални подхода към стойността: (1) Подход на дисконтираните парични потоци (парични потоци към фирмата или към капитала, дивиденди, модели на остатъчния доход); (2) Пазарни модели/Сравнително оценяване (с помощта на пазарни коефициенти P/BV, P/E, P/EBITDA); (3) Модели за оценка, основана на активите (Net Assets Value и др.). С помощта на публични данни за водещи застрахователни брокери са тествани и сравнени различни групи модели за оценка на стойността и са направени изводи относно приложимостта им за целите на управленския финансов анализ.



Фигура 2. Място на управленския финансов анализ при финансовия мениджмънт на фирмата

Резултатите сочат, че най-подходяща е групата модели, основани на дисконтираните очаквани парични потоци и по-конкретно Моделът на свободните парични потоци към капитала (FCFE) по примера на Дамодаран (2013):

$$(1) FCFE = \text{Net Income} - \text{Net Capital Expenditures} - \text{Change in non-cash working capital} - (\text{Debt Repaid} - \text{New debt issued}),$$

където:

NI – нетна печалба;

NCC – Net noncash charges – нетни разходи, неформиращи изходящ паричен поток (амортизации на дълготрайни материални и нематериални активи);

$Int \cdot (1 - \text{Tax rate})$ – Следданъчни разходи за лихви;

FCInv – Инвестиции във фиксиран капитал (ДМА);

WCInv – Инвестиции в оборотен капитал.

В параграф 3 са разгледани някои външни фактори, които влияят върху фирмената стойност, като например структура на застрахователните премии, както и най-продаваните застраховки. Показано е недвусмислено, че за нашата страна това са застраховките, свързани с автомобилите („Гражданска отговорност“ и „Автокаска“ – Таблица 1). Направена е класификация на регулативните промени, според която те се делят на такива, които директно засягат различни аспекти от дейността на застрахователните посредници (напр. изисквания за професионална квалификация на служителите), и промени, които могат да влияят индиректно, като карат посредниците да модифицират свои политики и дейности. Последното няма непосредствен ефект върху средните очаквани стойности на въпросните детерминанти на финансово състояние, но променя техните потенциални стойности, т.е. разсейването на техните възможни стойности.

В параграф 4 посредством инструментариума на коефициентния финансов анализ е потърсено влиянието на изброените по-горе ключови **вътрешни** фактори на финансовото благосъстояние на застрахователните брокери като капиталова структура, финансов лост, вкл. модифициращи тяхното поведение и вътрешни практики.

В параграф 5 са формулирани следните изводи, обобщения и заключения:

Първо. Оптималното финансово управление на брокерска фирма, занимаваща се със застрахователно посредничество, е предизвикателство, изискващо постоянен контрол над ефекта на потенциалните управленски решения върху финансовото състояние на фирмата. За целта финансовият мениджър следва да прилага комплекс от похвати за финансов анализ на управляваното дружество, сред които важно място заемат моделите за оценка на стойността.

Таблица 1. Комисионни по видове застраховки, процент от общо събраните

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ЗАСТРАХОВКА "ЗЛОПОЛУКА"	2%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
ЗАСТРАХОВКА "ЗАБОЛЯВАНЕ"	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
ЗАСТРАХОВКА НА СУХОПЪТНИ ПРЕВОЗНИ СРЕДСТВА, БЕЗ РЕЛСОВИ ПРЕВОЗНИ СРЕДСТВА	46%	50%	53%	51%	44%	46%	43%	40%	40%	39%	40%	41%	37%
ЗАСТРАХОВКА НА РЕЛСОВИ ПРЕВОЗНИ СРЕДСТВА	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА НА ЛЕТАТЕЛНИ АПАРАТИ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА НА ПЛАВАТЕЛНИ СЪДОВЕ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА НА ТОВАРИ ПО ВРЕМЕ НА ПРЕВОЗ	2%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ЗАСТРАХОВКА "ПОЖАР И ПРИРОДНИ БЕДСТВИЯ"	6%	7%	6%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	8%	7%	8%	7%
ЗАСТРАХОВКА НА "ЩЕТИ НА ИМУЩЕСТВО"	5%	4%	5%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
ЗАСТРАХОВКА „ГО“, СВЪРЗАНА С ПРИТЕЖАВАНЕТО И ИЗПОЛЗВАНЕТО НА МПС	19%	21%	21%	29%	35%	29%	30%	33%	33%	32%	32%	32%	40%
ЗАСТРАХОВКА „ГО“, СВЪРЗАНА С ПРИТЕЖАВАНЕТО И ИЗПОЛЗВАНЕТО НА ЛЕТАТЕЛНИ АПАРАТИ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА „ГО“, СВЪРЗАНА С ПРИТЕЖАВАНЕТО И ИЗПОЛЗВАНЕТО НА ПЛАВАТЕЛНИ СЪДОВЕ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА "ОБЩА ГРАЖДАНСКА ОТГОВОРНОСТ"	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
ЗАСТРАХОВКА "КРЕДИТИ"	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА "ГАРАНЦИИ"	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА "РАЗНИ ФИНАНСОВИ ЗАГУБИ"	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА "ПРАВНИ РАЗНОСКИ"	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ПОМОЩ ПРИ ПЪТУВАНЕ	1%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ЗАСТРАХОВКА "ЖИВОТ" И РЕНТА	12%	10%	7%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	7%	6%	4%
ЖЕНИТБЕНА И ДЕТСКА ЗАСТРАХОВКА	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ЗАСТРАХОВКА "ЖИВОТ", СВЪРЗАНА С ИНВ. ФОНД	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ПОСТОЯННА ЗДРАВНА ЗАСТРАХОВКА	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ИЗКУПУВАНЕ НА КАПИТАЛ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ДОПЪЛНИТЕЛНА ЗАСТРАХОВКА	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	0%
ОБЩО, МЛН. ЛВ.	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Източник: КФН.

Второ. Оценяването е важен елемент при текущото управление, сливането и придобиването на застрахователни брокерски фирми, както и при процеса на прехвърляне с цел продължаване на функционирането на бизнеса (perpetuation). В научните изследвания се посочват три групи методи за оценка: (1) методи, основани на активите; (2) сравнителни/пазарни методи; (3) доходно базирани методи. Най-широко използваните конкретни похвати от всяка група са съответно: (1) нетна стойност на активите; (2) множители на брутната печалба; (3) дисконтирани парични потоци. От трите метода първият е с ограничено приложение, а вторият е традиционен и застъпен в по-стари изследвания, но не е толкова съвършен и се прилага трудно при липса на аналогични компании, липса на развит сектор или при непублични дружества. Така като „лидер“ сред методите се оформя методът на дисконтираните парични потоци, особено когато се прави оценка от вътрешни субекти при дружества от затворен тип. При тях често няма надеждна външна база за сравнение, но пък е налице цялата необходима вътрешна информация. На свой ред от групата от модели на дисконтираните парични потоци се препоръчва използването на дивидентно-дисконтния модел или модела на свободните парични потоци към капитала (FCFE).

Трето. Горните изводи са проверени практически на основа на задълбочено теоретично и емпирично сравнение на цитираните модели. Оценката на моделите е направена чрез сравнение на грешките (отклоненията), които дават от истинската пазарна цена на акциите на изследваните дружества, като се възприема подходът на Пенман и Сугианис (**Penman, S. & Sougiannis, Th., 1998**). Включени са няколко варианта на моделите на свободните парични потоци към фирмата (FCFF) и към собствения капитал (FCFE), съответстващи на установени в по-ранни изследвания на Дамодаран (Damodaran, 2013), Франсис, Олсън и Освалд (Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D., 2000), Пинто, Хенри и

Робинсън (Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J.D., 2010) и най-вече Пенман и Сугианис (Penman, S. & Sougiannis, Th., 1998) формулировки. Достига се до извода, че най-точни резултати дава моделът на свободните парични потоци към капитала, съгласно формулировката от изследването на Дамодаран (**Damodaran, 2013**). Общ проблем на всички модели е изчисляването на терминалната стойност.

Четвърто. Отразяването на промените в нормативната уредба и регулациите в модела за финансово управление на застрахователните посреднически фирми е свързано с идентифициране на точното влияние на всеки тип регулация, класифицирането им на индиректни и директни, на такива, засягащи пряко брокера, и такива, засягащи свързани с неговата дейност лица. Изследването на тези регулации е важно и от една друга гледна точка – част от тях модифицират директно приходите на посредниците чрез въвеждането на задължителни застраховки. Най-съществени доходи към брокерите генерират задължителната застраховка за автомобилистите „Гражданска отговорност“, както и застраховката на сухопътни превозни средства, без релсови превозни средства, към която се включват т.нар. застраховки „Автокаско“. Следователно брокер, който иска да максимизира доходите си, трябва да се стреми, да увеличи пазарния си дял именно по тези застраховки. Това е логично за българския застрахователен пазар, характеризиращ се с ниска степен на застрахователно проникване и застрахователна плътност и с нисък дял на животозастраховането. От своя страна това се свързва с икономическото състояние, стандарта на живот и не последно място с менталитета на потребителите – имуществото да се възприема като по-ценно от живота и здравето, а в рамките на материалното имущество с най-голям приоритет се ползват моторните превозни средства. Включването на тази информация в моделите за оценка може да стане в частта на прогнозиране на очакваните парични потоци чрез установяване на корелация на паричните

потоци с определени външни фактори. Също така рисковете, които регулативните промени пораждаат, следва да бъдат отразени в дисконтовите проценти.

Пето. Към вътрешнофирмените фактори на максимализацията на стойността се отнасят различните аспекти на финансовото състояние, които могат да се оценят чрез традиционния коефициентен анализ. Доказва се, чрез анализ на корелационните коефициенти, че най-голяма връзка с нарастването на стойността на акциите на петте най-големи брокери имат коефициентите за анализ на капиталовата структура. Това е обяснимо от гледна точка на логиката, че оптималната капиталова структура дава възможност на дружествата да максимализират възвръщаемостта към собствения си капитал, което при контролирано ниво на финансов риск директно увеличава стойността на фирмата.

Глава трета

ИЗГРАЖДАНЕ НА УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ МОДЕЛ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН БРОКЕР В БЪЛГАРИЯ В УСЛОВИЯТА НА ДИНАМИЧНА РЕГУЛАТОРНА СРЕДА

Изследователската хипотеза, която е тествана в глава трета, се формулира, както следва: *Оптималното финансово управление на брокерска компания в застрахователния сектор в България изисква изграждане на комплексен модел, основан на контрола на финансовата стойност на фирмата, който да позволява чрез прогнозиране на ползите и разходите да се сравнява атрактивността на различни бизнес линии, посредством което да се развиват тези от тях, носещи най-голямо нарастване на стойността на компанията.*

Използвани са данни за събраните премии от голям български застрахователен брокер на седмична, месечна и годишна база за периода

2014-2018 година. Данните притежават аналитичност, която позволява да се направи разграничение между ползите, генерирани от различни бизнес линии (корпоративно и ритейл застраховане), от различни канали за продажба (традиционни и онлайн канали), различни географски разположения на офисите (столица срещу провинция). Налице са и данни от финансовите отчети на дружеството за периода 2006-2018 година, както и данни за релевантни външни фактори (ръст на БВП, инфлация, заетост, работна заплата и др. – Таблица 2). Целта е да се тества атрактивността на различните бизнес линии, т.е. приносът им към оборота, печалбата и най-вече стойността на дружеството, което трябва да стане посредством тестване на влиянието им върху стойностите от финансовите отчети на дружеството.

Таблица 2. Външни индикатори

Индикатор	Източник
1. Общ доход средно на домакинство	НСИ
2. Работна заплата средно на домакинство	НСИ
3. Общ доход средно на лице	НСИ
4. Работна заплата средно на лице	НСИ
5. БВП Брутна добавена стойност по базисни цени	НСИ
6. Хармонизиран ИПЦ	НСИ
7. Лихвени проценти (Доходност на 10-годишни ДЦК)	БНБ
8. Търговия на едро и дребно с автомобили и мотоциклети, техническо обслужване и ремонт	НСИ
9. Безработица, процент от активното население	Евростат

На основа на така формулираната хипотеза и цели глава трета е структурирана в следните обособени части. В параграф 1 фокусът е върху изследване на статистическите характеристики на разполагаемите данни и възможностите за тяхното **прогнозиране**. Тествани са всички входящи данни за стационарност, като при установена необходимост данните са трансформирани. Приложен е ARIMAX модел за прогнозиране на динамичните редове, като неговите параметри са подбрани за всеки ред, така че да се максимализира описателната способност на модела и да се получи максимално правдоподобна прогноза – Таблица 3. В таблица 4 са моделите за крайните променливи – премиите от корпоративно и ритейл застраховане.

На следващ етап са приложени така конфигурираните модели и са получени следните резултативни стойности (Таблица 5):

Таблица 5. Исторически и прогнозни стойности на крайните целеви величини

	Корпоративни премии	Ритейл премии	Общо	Нетна печалба	FCFE компоненти
2014	17 052 717	33 121 850	50 174 567	1 393 000	-247 000
2015	18 902 175	37 524 580	56 426 755	1 440 000	-303 000
2016	19 055 560	42 401 640	61 457 200	1 559 000	394 000
2017	21 558 958	47 871 900	69 430 858	1 917 000	485 000
2018	24 691 927	58 684 200	83 376 127	2 213 000	-1 990 000
2019	25 977 348	51 747 800	77 725 148	2 544 000	2 113 400
2020	27 330 022	65 603 500	92 933 522	2 880 200	-282 150
2021	28 848 394	62 491 400	91 339 794	3 057 040	-700 680
2022	29 825 259	73 098 200	102 923 459	3 233 890	1 092 020
2023	32 704 864	71 180 800	103 885 664	3 410 730	47 380

Таблица 3. Модели за прогнозиране на независимите величини

Променлива	Модел	Коефициент	Станд. грешка	p-value	Adjusted R-square	Информ. критерий на Акайке	
1 d_Obsht_dohod_domakinstvo	ARIMA (1 2 3; 1 ; 2)	phi_1	-0.8471	0.1469	<0.0001	0.7343	218.1111
		phi_2	-1.0722	0.0251	<0.0001		
		phi_3	-0.7501	0.1430	<0.0001		
		theta_2	1.0000	0.4418	0.0236		
2 d_RZ_sredno_na_domakinstvo	ARMA (2;2)	const	16.3728	4.4071	0.0002	0.2475	214.1507
		phi_2	0.5565	0.2273	0.0144		
		theta_2	-1.0000	0.1982	<0.0001		
3 d_Obsht_doh_sredno_na_litse	ARIMA (1 2 3; 1 ; 2)	phi_1	-0.8470	0.1700	<0.0001	0.7529	183.1162
		phi_2	-1.0699	0.0327	<0.0001		
		phi_3	-0.7374	0.1649	<0.0001		
		theta_2	0.5983	0.2620	0.0224		
4 d_RZ_sredno_na_litse	ARIMA (1 2 ; 2)	const	10.9034	3.6128	0.0025	0.9404	173.8540
		phi_1	-0.2382	0.1357	0.0794		
		phi_2	-0.8944	0.0872	<0.0001		
		theta_2	1.0000	0.2583	0.0001		
5 d_BVP_brutna_dobavena_stoinost	MA (1 2 3)	const	349.5930	28.8598	<0.0001	0.9774	308.1103
		phi_1	-0.9938	0.0342	<0.0001		
		phi_2	-1.0021	0.0288	<0.0001		
		phi_3	-0.9808	0.0192	<0.0001		
6 d_Index_potrebtseni	ARMA (2;2)	phi_1	1.6389	0.3529	<0.0001	0.8780	38.7593
		phi_2	-0.7833	0.2993	0.0089		
		theta_1	-1.6841	0.2983	<0.0001		
		theta_2	1.0000	0.2700	0.0002		
7 d_Lihva_10_godishni_obl	ARMA (1;1 2)	const	-0.1059	0.0062	<0.0001	0.8020	21.6678
		phi_1	0.5422	0.2892	0.0608		
		theta_1	-1.9839	0.2781	<0.0001		
		theta_2	1.0000	0.2781	0.0003		
8 d_Targoviya_avtomobili_obs	MA (1 2 3)	const	2.9968	0.4092	<0.0001	0.8843	137.8816
		phi_1	-1.0634	0.1524	<0.0001		
		phi_2	-0.9332	0.1873	<0.0001		
		phi_3	-0.8216	0.1178	<0.0001		
9 d_Bezrab_percent_ot_aktivn	ARIMA (2 ; 1; 1 2)	const	0.0276	0.0019	<0.0001	0.7887	18.5238
		phi_2	-0.8334	0.1108	<0.0001		
		theta_1	-1.9621	0.2887	<0.0001		
		theta_2	1.0000	0.2890	0.0005		

Таблица 4. Модели за корпоративни и ритейл брутни премијни приходи

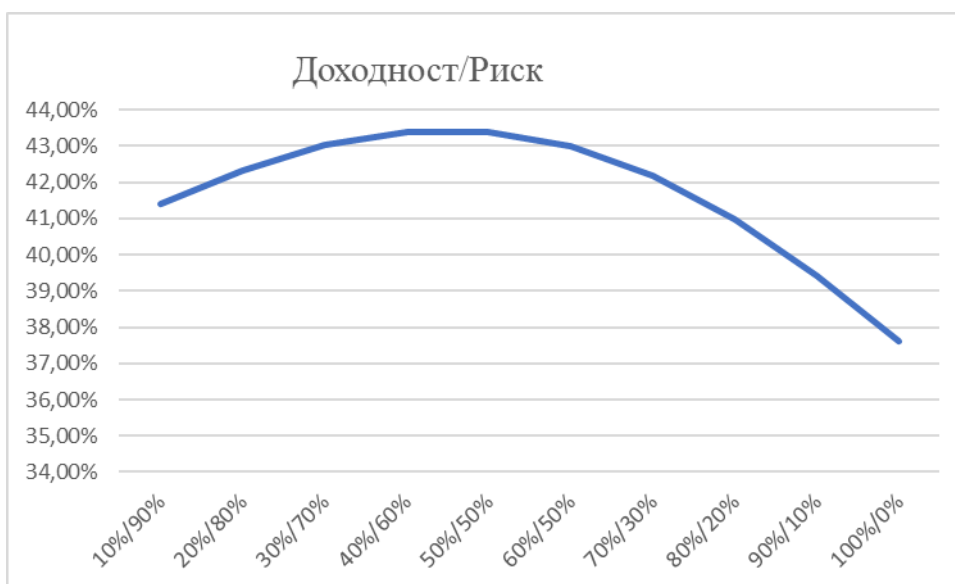
Промен-лива	Модел	Параметри	Коефи-циент	Станд. грешка	p-value		Adjusted R-square	Информ. критериј на Акајке
d_Premii_Corporate	ARMAX (1 2; 3)	const	106 952	7 804	<0.0001	***	0.992338	407.0509
		phi_1	-1.70	0.02	<0.0001	***		
		phi_2	-0.99	0.01	<0.0001	***		
		theta_3	1.00	0.34	0.0035	***		
		dd_Obsht_doh_domak_4	6 205	425	<0.0001	***		
		d_RZ_sredno_na_dom_4	15 870	1 177	<0.0001	***		
		dd_Obsht_doh_sred_litse_4	-24 071	1 088	<0.0001	***		
		d_RZ_sredno_na_lit_4	-50 496	3 170	<0.0001	***		
		d_BVP_brutna_dobav_4	256	7	<0.0001	***		
		d_Index_potreb_tse_4	677 742	32 275	<0.0001	***		
		d_Targoviya_avtomo_4	-31 649	1 492	<0.0001	***		
		d_Premii_Retail	ARMAX (1 2; 1)	const	255 181	126 986		
phi_1	1.34			0.16	<0.0001	***		
phi_2	-0.92			0.08	<0.0001	***		
theta_1	1.00			0.19	<0.0001	***		
dd_Obsht_doh_sred_litse_4	-13 106			867	<0.0001	***		
d_RZ_sredno_na_lit_4	8 356			1 292	<0.0001	***		
d_BVP_brutna_dobav_4	228.68			16.16	<0.0001	***		
d_Index_potreb_tse_4	-438 806			46 078	<0.0001	***		
d_Lihva_2	-522 571			10 030	<0.0001	***		
d_Targoviya_avtomo_3	-5 991			1 224	<0.0001	***		
d_Bezrab_4	366 751			32 861	<0.0001	***		

В параграф 2 се доразвива в емпиричен план започнатото в глава втора методологическо сравнение между моделите за оценка и контрол на фирмената стойност, като е детайлизирано тестването на моделите на свободните парични потоци. На основата на корелационните коефициенти между brutните премии от корпоративно застраховане и печалбата, от една страна, и ритейл премията и печалбата, от друга страна, се модифицират и приспособяват стойностите на печалбата към два хипотетични сценария – бизнес, формиран изцяло от продажба на застраховки към корпоративни клиенти, и бизнес 100% ритейл клиенти. На тази основа се дава възможност за изграждане на две групи модели на свободни парични потоци, с които са изчислени хипотетични стойности на фирмата при всеки от двата сценария. Стойностите са осреднени и резултатът показва статистически значима разлика в полза на стойност, формирана при хипотетична ситуация, при която бизнесът на фирмата е изцяло насочен към корпоративни клиенти.

С оглед практическата насоченост на разработката чрез прилагане на портфейлния модел на Х. Марковиц е потърсено и оптимално съотношение между горепосочените бизнес линии и е установено, че максимална стойност на фирмата би се постигнала при равни тегла на двата източника на премиен приход (Таблица 6 и Фигура 3)

Таблица 6. Резултати от сравнителния модел

	Корпоративни	Ритейл	r_p	σ_p	r_p/σ_p
1	10%	90%	11.40%	27.53%	34.50%
2	20%	80%	11.22%	26.50%	35.27%
3	30%	70%	11.03%	25.64%	35.85%
4	40%	60%	10.84%	24.99%	36.17%
5	50%	50%	10.66%	24.55%	36.18%
6	60%	40%	10.47%	24.35%	35.86%
7	70%	30%	10.28%	24.38%	35.18%
8	80%	20%	10.10%	24.64%	34.17%
9	90%	10%	9.91%	25.14%	32.89%
10	100%	0%	9.72%	25.85%	31.39%



Фигура 3. Оптимално съотношение на бизнес линиите

В доразвитие на методологическите и емпирични търсения в глава втора, в трета глава е тествана възможността за оптимизация на капиталовата структура на фирмата (Таблица 7).

Таблица 7. Оптимална капиталова структура

w_d	w_e	β_e	k_d	k_e	WACC	Нетна печалба в хил. лв.	Брой акции	EPS_0	V_0
0.1	0.9	1.00	3.75%	9.10%	8.53%	2199.75	48 413	45.44	499.42
0.2	0.8	1.11	4.18%	10.08%	8.81%	2183.49	43 034	50.74	503.54
0.3	0.7	1.26	4.73%	11.33%	9.21%	2162.93	37 655	57.44	506.78
0.4	0.6	1.46	5.46%	13.01%	9.77%	2135.92	32 275	66.18	508.59
0.5	0.5	1.73	6.48%	15.36%	10.60%	2098.58	26 896	78.03	507.97
0.6	0.4	2.14	8.01%	18.88%	11.88%	2043.18	21 517	94.96	502.87
0.7	0.3	2.82	10.57%	24.75%	14.09%	1951.64	16 138	120.94	488.56
0.8	0.2	4.19	15.69%	36.50%	18.59%	1769.78	10 758	164.50	450.74
0.9	0.1	8.28	31.03%	71.72%	32.31%	1226.59	5 379	228.02	317.93

В параграф 3 са формулирани изводи и заключения в следния вид:

Първо. Важна част от модела за финансово управление на брокерските фирми е прогнозирането на очакваните парични потоци. Стъпвайки на философията на моделите за оценка, стойността на фирмата се формира изцяло от сегашната стойност на бъдещите парични потоци. В настоящото изследване е използван моделът на авторегресионни интегрирани подвижни средни (ARIMA) на Бокс и Дженкинс, като са включени и външни детерминанти за подобряване на описателната способност, избрани на основата на по-ранни изследвания. Сред тези външни детерминанти се включват ръстът на БВП, инфлацията, измерена чрез индекса на потребителските цени, лихвени проценти, безработица и др. Всички включени в модела променливи са тествани за стационарност и трансформирани по съответен на резултатите от теста начин. Изпробвани са различни варианти на всеки модел, като за краен вариант е избран моделът с най-добри показатели (Коефициент на детерминация, критерий на Акайке и др.)

Второ. На основата на избраните модели са прогнозирани основните целеви променливи – брутният премиен приход, както и печалбата от всяка от двете сравнявани бизнес линии, а също така и всички външни детерминанти. Прогнозирани са и компонентите на свободния паричен поток за целите на модела за оценка. На основа на прогнозираната печалба и другите компоненти са прогнозирани и две серии на свободните парични потоци към капитала (FCFE), съответни на всяка от двете изследвани бизнес линии.

Трето. На основата на прогнозираните данни за свободните парични потоци са съставени за всяка от бизнес линиите по 5 модела за по 5 години всеки и са калкулирани съответни оценки за стойността на фирмата. Доказва се чрез тестване на хипотеза за разлика в средни на две извадки, че

средната стойност, съответстваща на корпоративното застраховане, е значимо по-голяма от тази на ритейл застраховането.

Четвърто. На основата на прогнозната част, в съответствие с портфейлната теория на Х. Марковиц, са изчислени риск/доходност характеристиките на различни комбинации от корпоративно и ритейл застраховане при относителни тегла от 10% към 90% до 90% към 10%. За очаквана доходност е използвана дисконтовата норма от предходния етап, а за риск – стандартното отклонение на свободните паричните потоци. Достига се до извода, че оптималното съотношение риск/доходност се постига при равни тегла на двете бизнес линии в брутния премиен приход на брокера.

Пето. В унисон с изводите от глава втора, разкриващи голямото значение на оптималната капиталова структура, е потърсено оптимално съотношение между двата източника на финансиране – собствен и привлечен капитал. При дадените изходни данни и на основата на настоящото състояние на изследваното дружество, финансиращо се почти изцяло със собствен капитал, се препоръчва увеличаване дела на привлечените средства в случай на предприемане на политика на експанзия. Тази препоръка може да се обвърже с резултатите от оптимизацията на бизнес линиите, т.е. при решение за увеличаване на дела на корпоративното застраховане то да бъде за сметка на експанзия, която да се финансира с привлечени средства. Така дружеството ще се възползва и от текущите ниски лихвени равнища.

В заключението е изтъкнато, че резултатите потвърждават формулираната основна теза и помощните хипотези и дават възможност да се изведат следните препоръки по отношение на изследваното брокерско дружество:

Първо. Увеличаване дела на бизнес линията, свързана с брокерски услуги към корпоративни клиенти, до равно съотношение с ритейл бизнеса.

Второ. Увеличаване процента на привлечените средства в капиталовата структура на фирмата в случай на приемане на политика на експанзия. Тази препоръка се обвързва с първата, като при решение за увеличаване дела на корпоративното застраховане то може да бъде в контекста на експанзия, която да се финансира с привлечени средства. Така дружеството ще се възползва и от текущите ниски лихвени равнища.

III. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА

С посочените изследователски търсения и резултати, влизаци в обхвата на дисертацията, проблемите по обекта на разработката не се изчерпват. Темата продължава да бъде актуална и могат да се изгъкнат следните насоки за бъдеща научноизследователска и практическа работа:

1) Изследване влиянието на **дигитализацията** на застраховането и другите негови актуални предизвикателства.

2) Разширяване и прецизиране на външните фактори при прогнозиране на паричните потоци на дружеството.

3) Разширяване и прецизиране на факторите на вътрешнофирменото състояние.

4) Включване на показатели за оценка на качеството на персонала и разходите за неговото обучение, както и мрежата от клиенти.

IV. СПРАВКА ЗА НАУЧНИТЕ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Първо. Обоснована е актуалността на темата, свързана със специфичната дейност на застрахователното посредничество, като е очертана неговата историческа еволюция, съвременни функции и предизвикателства, както и на различните категории застрахователни посредници. Направен е изчерпателен критичен анализ на нормативните регулации, касаещи застрахователната интермедиация в България.

Второ. Разработена е оригинална методика за управленски финансов анализ, позволяваща моделиране, прогнозиране и съпоставяне на ползите от различни бизнес линии на застрахователно посредничество, включваща традиционни и някои не толкова широко прилагани във финансите методи. Предложената методика позволява отчитане на външни и вътрешни за застрахователния брокер детерминанти на финансовото състояние.

Трето. Апробиран е разработеният модел и е приложен върху реални данни за едно от най-големите дружества на българския застрахователен пазар, като са дадени конкретни препоръки с емпирично-практичен характер за оптимизиране съотношението между развиваните бизнес линии, а така също и за оптимизиране на капиталовата структура на фирмата.

V. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ И ДОСТОВЕРНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд в обем от 178 стр. под заглавие: *Управленски финансов анализ при дистрибуцията на застрахователните продукти и услуги в условията на динамична регулация* е автентичен и представлява собствена научна продукция на автора. В него са използвани авторски идеи, текстове и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули, като са спазени всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.
2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на обективната истина.
3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.

VI. СПИСЪК С ПУБЛИКАЦИИТЕ НА ДОКТОРАНТА

1. СТУДИИ, ПУБЛИКУВАНИ В НЕРЕФЕРИРАНИ СПИСАНИЯ С НАУЧНО РЕЦЕНЗИРАНЕ ИЛИ ПУБЛИКУВАНИ В РЕДАКТИРАНИ КОЛЕКТИВНИ ТОМОВЕ (1 бр.):

- 1.1. Захариев, А., Станимиров, С. & Здравков, Н. (2020). Управленски финансов модел на застрахователен брокер в България – методически и приложни аспекти. *Диалог*, Бр. 2, стр. 1-29, АИ „Ценов“ - Свищов, ISSN: 1311-9206.

2. СТАТИИ, ПУБЛИКУВАНИ В НЕРЕФЕРИРАНИ СПИСАНИЯ С НАУЧНО РЕЦЕНЗИРАНЕ ИЛИ ПУБЛИКУВАНИ В РЕДАКТИРАНИ КОЛЕКТИВНИ ТОМОВЕ (2 бр.):

- 2.1. Здравков, Н. (2017). Анализ и оценка на фирмената стойност при мениджмънта на застрахователните брокерски фирми. *Годишен алманах научни изследвания на докторанти*, Брой XI, 2018 г., Книга 14, стр. 285, АИ „Ценов“ – Свищов, ISSN 1313-6542.
- 2.2. Здравков, Н. (2018). Управленски финансов анализ на застрахователните посреднически фирми – сравнителен анализ на модели на свободните парични потоци. *Годишен алманах научни изследвания на докторанти*, Брой XII, 2019 г., Книга 15, стр. 285, АИ „Ценов“ – Свищов, ISSN 1313-6542.

3. ДОКЛАДИ, ПУБЛИКУВАНИ В НЕРЕФЕРИРАНИ СПИСАНИЯ С НАУЧНО РЕЦЕНЗИРАНЕ ИЛИ ПУБЛИКУВАНИ В РЕДАКТИРАНИ КОЛЕКТИВНИ ТОМОВЕ (1 бр.)

- 3.1. **Здравков, Н.** (2018). Деривативните инструменти в управлението на риска и застраховането – видове, употреба, перспективи, *„Интеграционни процеси в глобалната икономика“ : Международ. науч. конф., посвет. на 25 г. кат. "МИО" 11-12 май 2018 г., стр. 239 – 244, АИ „Ценов“ – Свищов, 2018 г., ISBN 978-954-23-1667-1.*

**VII. СПРАВКА ЗА СЪОТВЕТСТВИЕ С
НАЦИОНАЛНИТЕ ИЗИСКВАНИЯ ПО
ПРАВИЛНИКА ЗА ПРИЛАГАНЕ НА ЗАКОНА ЗА
РАЗВИТИЕ НА АКАДЕМИЧНИЯ СЪСТАВ В
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ**

Национално изискване в брой точки: **30,00**

**Брой студии, публикувани в нереферирани списания с научно
рецензиране или публикувани в редактирани колективни тонове:**

1 бр.

Брой точки за автора: **5,00**

**Брой статии, публикувани в нереферирани списания с научно
рецензиране или публикувани в редактирани колективни тонове:**

2 бр.

Брой точки за автора: **20,00**

**Брой доклади, публикувани в нереферирани списания с научно
рецензиране или публикувани в редактирани колективни тонове:**

1 бр.

Брой точки за автора: **10,00**

Общ брой точки: 35 > 30,00