

**ИЗСЛЕДВАНЕ НА ОБЕМА И ДИНАМИКАТА  
НА СЕКЮРИТИЗИРАНИЯ ВЪТРЕШЕН ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ  
НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ В ПЕРИОДА  
СЛЕД ПРИСЪЕДИНЯВАНЕТО КЪМ ЕС**

**Димитър Пламенов Попов**  
Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов  
Катедра „Финанси и кредит“  
e-mail: Dimitar\_Popov@yahoo.com

**Резюме:** Държавният дълг под формата на ДЦК е една от взаимовръзките между суверена и финансовите институции в страната. Връзките са многостранни и комплексни, като рискът се прехвърля в двете посоки посредством няколко основни канала. Обемът на емитираните на вътрешния пазар ДЦК не оказва пряко и безусловно влияние върху броя и обема на сделките на вторичния междубанков пазар на ДЦК. Резултатите от настоящото изследване представят ниски нива на коефициентите на корелация между емитирания вътрешен дълг и разглежданите четири вида регистрирани сделки с ДЦК на вторичен пазар.

**Ключови думи:** секюритизиран дълг, държавен дълг, вторичен пазар, кредитен рейтинг, сделки с ДЦК.

**JEL:** E62, F34, H63.

**SURVEY ON THE VOLUME AND DYNAMICS  
OF SECURITIZED DOMESTIC GOVERNMENT DEBT  
OF THE REPUBLIC OF BULGARIA IN THE PERIOD AFTER  
EU ACCESSION**

**Dimitar Plamenov Popov**  
D. A. Tsenov Academy of Economic – Svishtov  
Department of Finance and Credit  
e-mail: Dimitar\_Popov@yahoo.com

**Abstract:** Government debt in the form of government securities is one of the relationships between sovereign and financial institutions in the country. The links are multifaceted and complex, with the risk being transferred in both directions through several major channels. The volume of government securities issued on the domestic market does not directly and unconditionally influence the number and volume of transactions on the secondary interbank market of government securities. The results of this study present low level of correlation coefficients between debt issued in the domestic and the four types of registered government securities transactions on the secondary market.

**Key words:** securitized debt, government debt, secondary market, credit rating, deals with government securities.

**JEL:** E62, F34, H63.

## Въведение

Въпросите, касаещи обема и динамиката на секюритизирания вътрешен държавен дълг на Република България, са от съществено значение и са обект на особен интерес от страна както на професионалната общност, така и за обществото като цяло. Обемът и динамиката на секюритизирания вътрешен дълг са сред основните показатели, даващи представа за състоянието и динамиката в развитието на държавните финанси и на икономиката на страната като цяло. Двата показателя са резултативни величини, като тяхното отчитане и наблюдение са от изключително значение и важност за развитието и състоянието на икономиката на всяка държава.

**Обект** на настоящото изследване са секюритизираният държавен дълг, емитираните на вътрешния пазар ДЦК и изплатените, емитирани на вътрешния пазар ДЦК, вторичният междубанков пазар на ДЦК в периода след присъединяването на страната към ЕС. **Предмет** на разработката са практикоприложното значение на критериите за оценка на нивото, състоянието и динамиката на секюритизирания държавен дълг, емитиран и обслужван, вторичният междубанков пазар на ДЦК след присъединяването на страната към ЕС. Основната **теза**, залегнала в настоящата статия, е липсата на правопропорционална връзка между емисионната политика на правителството на вътрешния пазар на ДЦК и величината на обема на сделките на вторичния междубанков пазар на ДЦК в периода на членството в ЕС, опосредствана чрез нивото и динамиката на показателите, представящи ги. **Целта** на изследването са определянето на същността, динамиката и тренда в показателите за размера на емитираните на вътрешния пазар на ДЦК и обемът на сделките на вторичен междубанков пазар на ДЦК.

Секюритизираният вътрешен държавен дълг е една от взаимовръзките между държавата (суверена) и финансовите институции в страната. Връзките са комплексни и поливалентни, като трансферът на риск е в двете посоки. От една страна, е трансферът на риск от суверена към банките посредством няколко основни канала, като например:

- Директна експозиция – неизпълнение на задължение от страна на суверена или значително повишаване на суверенния риск влошава състоянието на баланса на банковите и небанковите финансови институции в страната;
- Посредством обезпеченията – ДЦК се използват като обезпечение на средствата при финансиране и за ликвидни нужди. При повишаване на суверенния риск се наблюдава спад в общата пазарна стойност на държавните облигации, използвани като обезпечение при финансиране и за ликвидни нужди;
- Кредитният рейтинг на суверена – при понижаване на кредитния рейтинг на суверена се наблюдава верижен ефект върху рейтинга на други местни дружества и организации. При повишаване на кредитния рейтинг на държавата се осигурява възможност за повишаване на кредитния рейтинг на местните дружества, което при равни

други условия води до достъп на същите до ресурс на по-изгодна цена, тоест финансиране при по-ниски лихви.

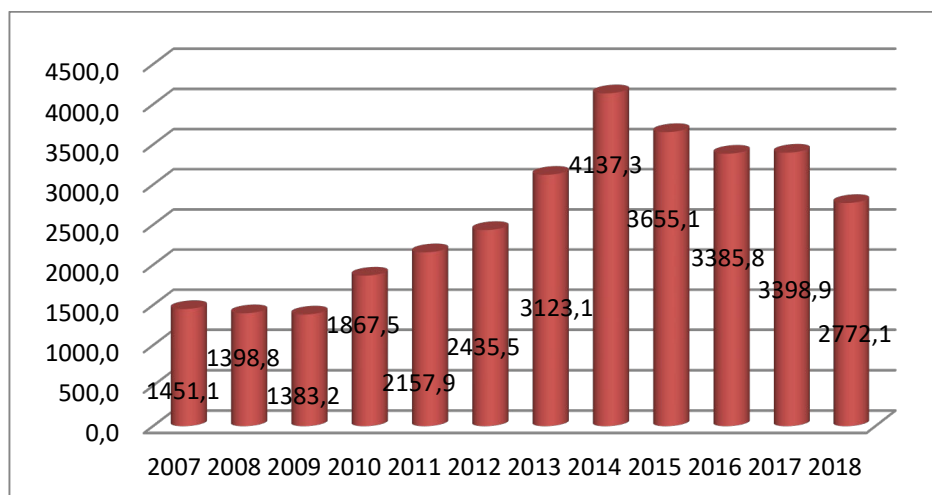
От друга страна, е прехвърлянето на риск от банкните и небанковите финансови институции към суверена, като например:

- Директна експозиция на държавата към банкните и небанковите финансови институции, произтичаща от предоставените държавни гаранции за пасивите на финансовите институции – влошаването на представянето на банкните и небанковите финансови институции, получили и ползващи държавни гаранции за своите задължения, много често е възможно да доведе до изтичането на публични ресурси, както и да доведе до по-високи разходи за финансиране на правителството поради нарасналия риск;
- При положение, в което банкните са основен купувач и държател на секюритизиран държавен дълг, възникването на стрес в банковата система може да доведе до намаление на инвеститорска база, което да повлияе негативно на суверена;

При криза в банковата система банкните най-често значително намаляват отпускането на заеми, което от своя страна подкопава нивата на икономически растеж и уврежда приходите на правителството.

## 1. Секюритизиран вътрешен държавен дълг на Република България в периода на членството в ЕС

Секюритизираният вътрешен държавен дълг на Република България представлява дълга на държавата под формата на държавни ценни книжа, емитирани на вътрешния пазар.

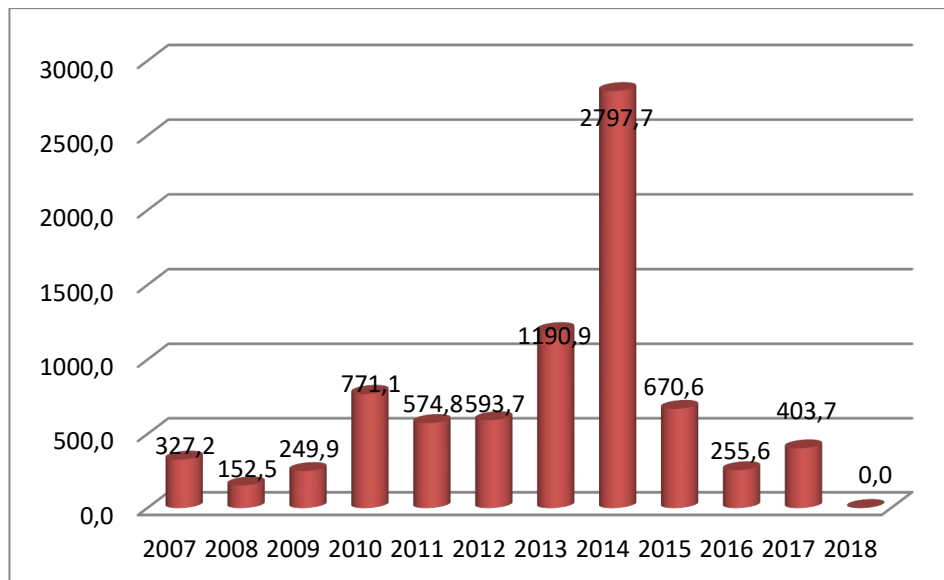


Източник: Изчисления на автора на база данни на МФ

Фигура 1. Вътрешен държавен дълг под формата на ДЦК, в млн. евро

Размерът на вътрешния държавен дълг в края на първата година след присъединяването на Република България към ЕС възлиза на около 1,5 млрд. евро, като в края на същия период достига размер около 2,8 млрд. евро. Вътрешният секюритизиран държавен дълг се характеризира с наличието на относително ниски и константни нива в началото на периода, последвани от постепенно нарастване, при достигане на максимално ниво през 2014 г. и плавното му намаление впоследствие. Съгласно информацията, предоставяна от МФ, е видно, че вътрешният секюритизиран държавен дълг е основно под формата на ДЦК със срок до падеж над 1 година. Важно е да се отбележи, че краткосрочни ДЦК (бонове) са регистрирани и налични само към края на три от годините, попадащи в разглеждания период, а именно 2010 г., 2013 г. и 2014 г. Законодателната рамка, осигуряваща функционирането на вътрешния пазар на държавен дълг, включва, но не се изчерпва със Закона за държавния дълг, Наредба № 5 от 04.10.2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа, Наредба № 15 от 04.10.2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа и Наредба № 31 от 04.10.2007 г. за сетълмент на държавни ценни книжа.

## 2. Емитирани на вътрешния пазар ДЦК



Източник: Изчисления на автора на база данни на МФ

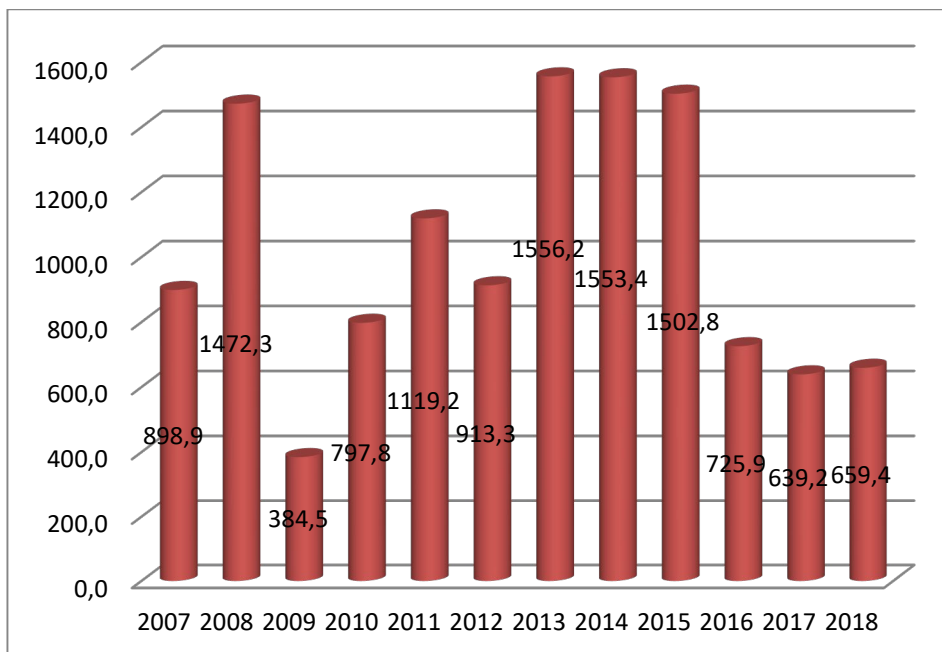
Фигура 2. ДЦК, емитирани на вътрешния пазар, в млн. евро

През периода от присъединяването на Република България към Европейския съюз обемите на емитираните на вътрешния пазар ДЦК са в рамките на около 500 млн. евро годишно, като значително по-големи количества са реализирани през 2013 г. и 2014 г. Общият обем на емитираните на вътрешния пазар ДЦК през 2014 г. достига стойност от 2797,7 млн. евро. Този факт кореспондира до голяма степен с регистрирания през същата година бюджетен дефицит в размер на 1571,2 млн. евро, представляващ най-високата стойност за целия разглеждан дванадесетгодишен период от 2007 г. до 2018 г. Емитираните на вътрешния пазар ДЦК са основно със сročност до падежа над 1 година, като книжа със сročност до 1 година се емитират в значително по-малки обеми. Изключение от тази практика е регистрирана през 2013 г. и 2014 г., като през 2014 г. са емитирани бонове с обща номинална стойност от 2195, 1 млн. евро. Емисиите на ДЦК на вътрешния пазар през периода след присъединяването на страната към ЕС са деноминирани основно в лева, като 6 от емисиите са в евро. Важно е да се отбележи фактът, че през 2018 г. правителството не е емитирало дългови книжа както на вътрешния, така и на международния пазар.

### **3. Вторичен междубанков пазар на ДЦК след присъединяването на Република България към ЕС**

Съгласно предоставената от БНБ информация по отношение на регистрираните сделки с ДЦК на вторичен пазар е видно, че през периода са реализирани различни видове сделки, като например: окончателни покупко-продажби; репо-сделки; сделки със и за сметка на клиенти; блокиране/деблокиране на ДЦК. В настоящата разработка ще се фокусираме върху изброените видове сделки, като брой и обем, както и тяхната връзка с емитираните обеми ДЦК на местния първичен пазар по години. Най-голям обем на регистрираните сделки за окончателни покупко-продажби на ДЦК на вторичен пазар е отчетен през 2013 г., като достигнатият обем е в размер на 1556,2 млн. евро. По-малки, но сравнително близки обеми на този вид сделки са регистрирани и през 2008 г., 2014 г. и 2015 г.

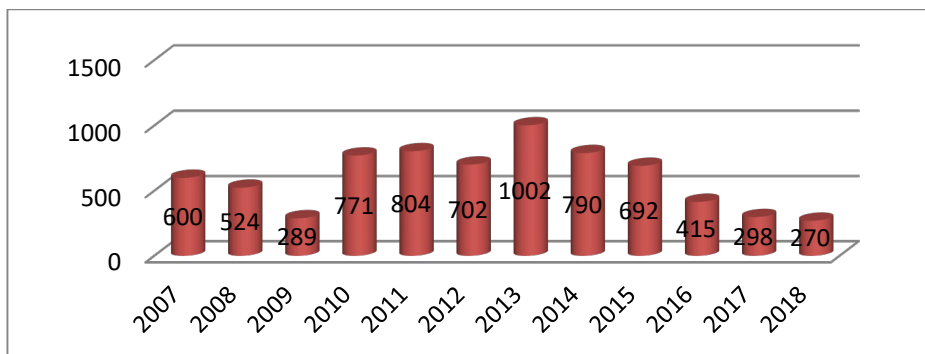
Най-малък обем на сделките за окончателни покупко-продажби на ДЦК е регистриран през 2009 г., възлизащ на 384,5 млн. евро, при обем от 249,9 млн. евро емитирани от правителството ДЦК на вътрешния пазар. През 2008 г. обемът на този вид сделки е възлизал на 1472,3 млн. евро при емитирани 152,5 млн. евро.



Източник: Изчисления на автора на база данни на БНБ

Фигура 3. Окончателни сделки за покупко-продажби на ДЦК на вторичен пазар, в млн. евро

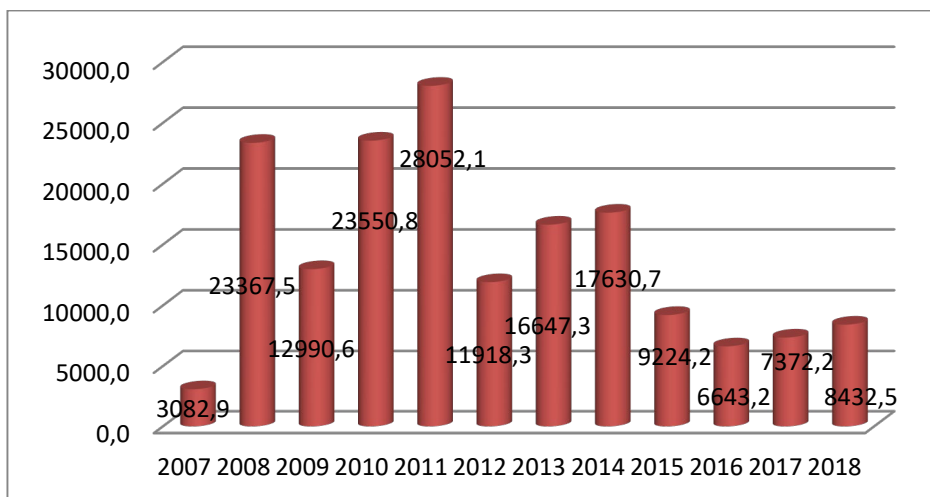
На база сравнителен анализ по години ясно се очертава фактът за липсата на пряка и категорична връзка и зависимост между предложеното и емитирано от страна на правителството на Република България количество ДЦК на вътрешния пазар, от една страна, и обема на сключените окончателни сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен пазар. Това ни дава основание да твърдим, че през периода от присъединяването на Република България към Европейския съюз до края на 2018 г. обемът на емитираните ДЦК на вътрешния пазар не кореспондира и не оказва влияние върху обема на сключените окончателни сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен пазар. Големите обеми на сключените окончателни сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен пазар се обуславят от други фактори, а не са резултат от емисионна политика на правителството на вътрешния пазар на ДЦК. В подкрепа на това е и резултатът от извършен корелационен анализ, представляващ коефициент на корелация между двата показателя, в размер на 0,573995.



Източник: БНБ

Фигура 4. Окончателни сделки за покупко-продажби на ДЦК на вторичен пазар, бр. сделки

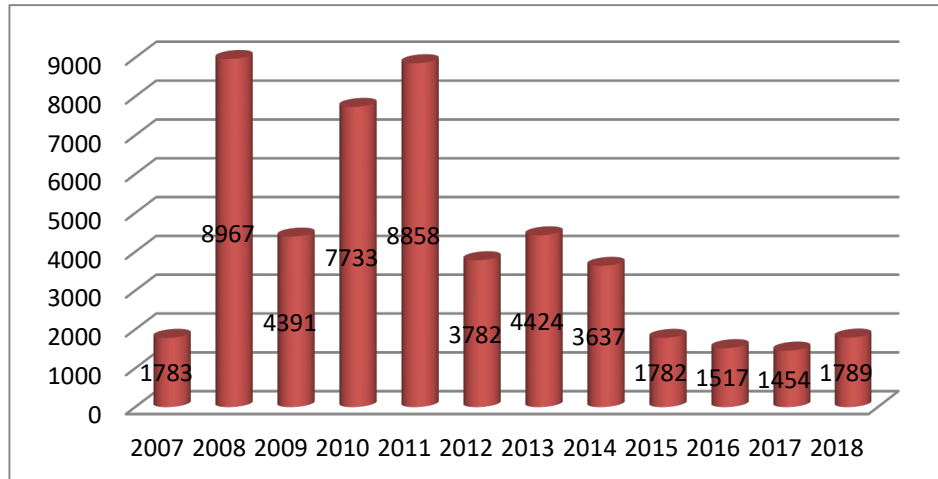
По отношение броя на окончателните сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен междубанков пазар следва да отбележим, че отново не се отчита връзка и зависимост с обема на емитираните ДЦК на вътрешния пазар. По-големите обеми, емитирани на вътрешния пазар, не са довели до реализирането на по-голям брой окончателни сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен пазар през съответната година. През разглеждания период са регистрирани репо-сделки с ДЦК, значително превишаващи по обем и брой окончателните сделки за покупко-продажба на ДЦК на вторичен междубанков пазар.



Източник: Изчисления на автора на база данни на БНБ

Фигура 5. Repo-сделки с ДЦК на вторичен пазар, в млн. евро

Най-голям обем на регистрираните репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар се наблюдава през 2011 г., като достигнатата стойност възлиза на 28 052,1 млн. евро. Значителен обем от 23 367,5 млн. евро на репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар е отчетен през 2008 г., като за същата година на първичен вътрешен пазар са емитирани ДЦК в обем от 152,5 млн. евро. След направена съпоставка между обема на сключените и регистрирани репо-сделки по години с обема на емитираните ДЦК на местния вътрешен пазар, през периода след присъединяване на Република България към ЕС, може да се направи изводът, че емисионната политика на правителството не оказва пряко влияние на обема на регистрираните репо-сделки по години. По отношение на броя регистрирани репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар най-голям брой сделки се наблюдава отново през 2008 г., като те възлизат на 8967 броя, което не кореспондира с обема на емитираните на вътрешния пазар ДЦК, посредством проведените 12 аукциона за продажба на ДЦК. Също така внимание заслужава и фактът, че през 2018 г. са сключени и регистрирани 1789 броя репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар на обща стойност от 8432,5 млн. евро, при положение че през същата година правителството не е емитирало нито една дългова ценна книга на вътрешния пазар.



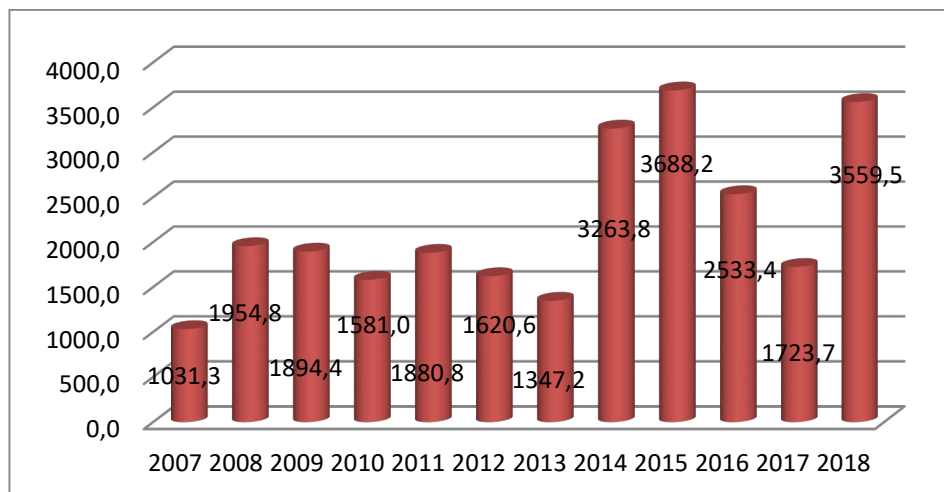
Източник: БНБ

Фигура 6. Репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар, бр. сделки

Отчетените до момента факти налагат извода, че през разглеждания период от присъединяването на Република България към ЕС не съществува правапропорционална връзка между броя и обема на регистрираните репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар и броя и обема на емитираните ДЦК на местния вътрешен пазар. В подкрепа на това е и резултатът от извършен корелационен анализ на база обема на емитираните ДЦК на



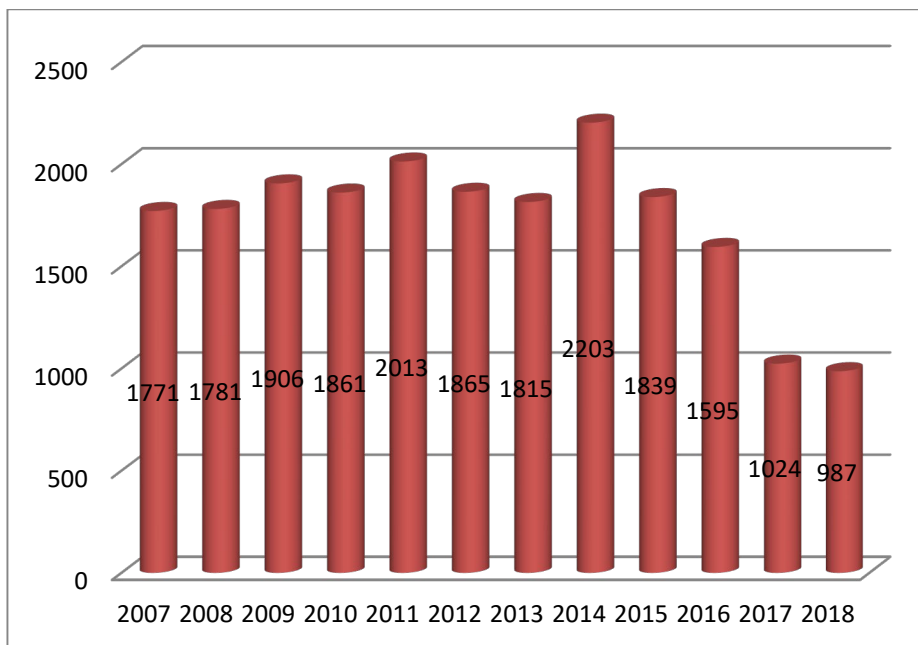
вътрешния пазар и обема на регистрираните репо-сделки с ДЦК на вторичен пазар, представляващ коефициент на корелация между двата показателя в размер на 0,261999. През периода от 2007 г. до 2018 г. най-голям обем сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар са регистрирани през 2015 г. в общ размер на 3688,2 млн. евро., следвани от регистрираните през 2018 г. сделки с общ обем от 3559,5 млн. евро. Най-малък обем на сделките със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар са регистрирани в началото на периода през 2007 г., възлизащи на 1031,3 млн. евро. На база данните, предоставяни от БНБ, ясно се очертава тенденцията в последните пет години от разглеждания период за повишаване обема на сделките със и за сметка на клиенти с ДЦК, като в четири от петте едногодишни периода обемите превишават 2 000,0 млн. евро.



Източник: Изчисления на автора на база данни на БНБ.

Фигура 7. Сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар, в млн. евро

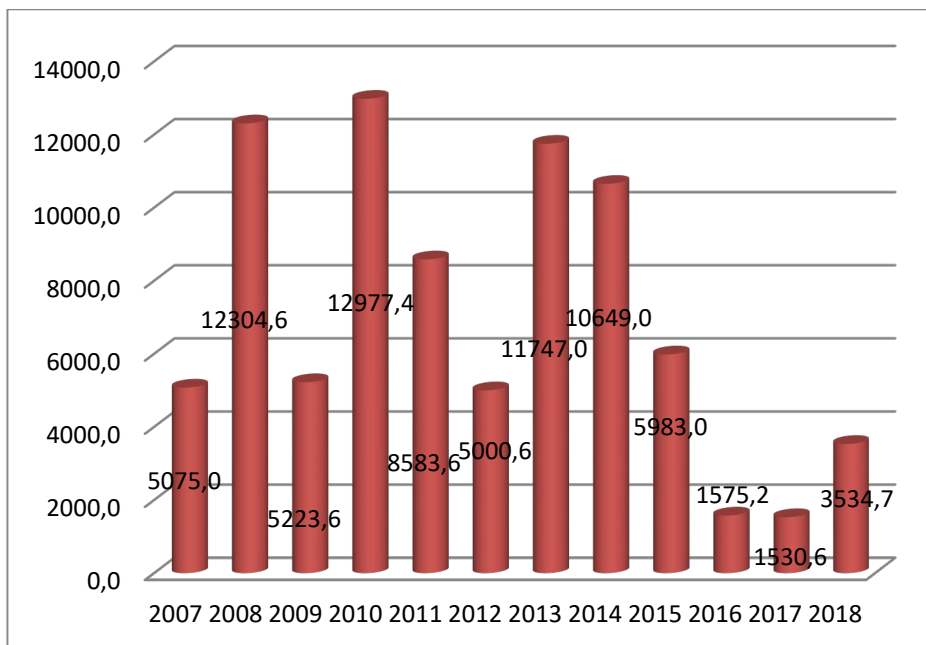
При сравнение с данните за емитираните на вътрешния пазар ДЦК отново се забелязва липсата на пряка връзка между реализираните ДЦК на вътрешния първичен пазар ДЦК и обема на сделките със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар. В подкрепа на това е и резултатът от извършен корелационен анализ на база обема на емитираните ДЦК на вътрешния пазар и обема на регистрираните сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар, представляващ коефициент на корелация между двата показателя в размер на 0,216534. Показателен е фактът, че през 2018 г. са регистрирани сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар възлизащи на 3559,5 млн. евро, при положение че през същата година не са емитирани ДЦК на вътрешния пазар.



Източник: БНБ.

Фигура 8. Сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар, бр. сделки

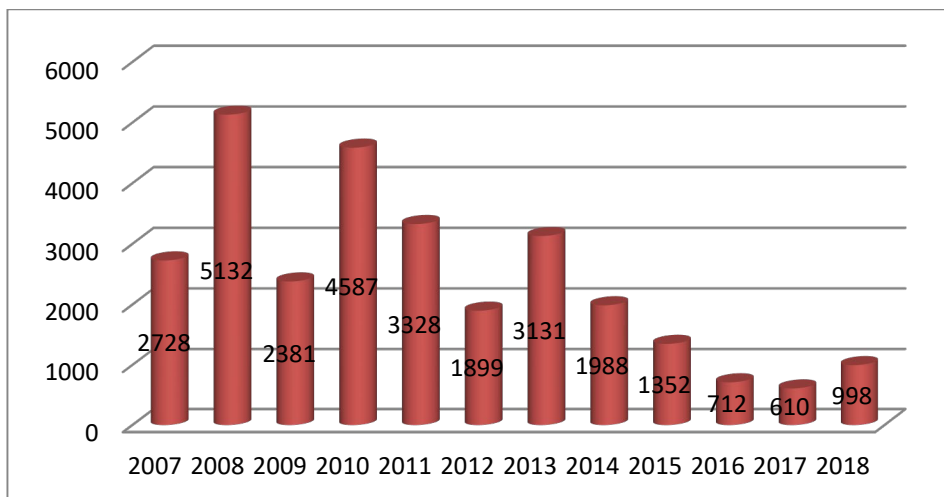
По отношение броя на регистрираните сделки със и за сметка на клиенти с ДЦК на вторичен пазар през разглеждания период прави впечатление сравнителната устойчивост на броя на сделките до 2016 г. включително, което отново не кореспондира с обемите, емитирани от МФ на първичния вътрешен пазар за всяка отделна година. Интерес представлява фактът, че в началото на периода през 2007 г. са регистрирани 1771 броя сделки за обща стойност от 1031,3 млн. евро, докато през 2018 г. са регистрирани значително по-малко като брой сделки – 987 броя сделки, възлизащи на общ обем от 3559,5 млн. евро. През периода след присъединяването на Република България към ЕС най-голям обем сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК са регистрирани през 2010 г. – 4592 бр. сделки, възлизащи на 12 987,5 млн. евро. Сделките за блокиране/деблокиране на ДЦК, реализирани на вторичен пазар, са основно два вида: за обезпечаване на бюджетни средства в банките и за учредяване на особени залози върху ДЦК. Предмет на изследване в настоящата статия ще са първият вид, поради факта, че сделките за учредяване на особени залози върху ДЦК са със значително по-малки обеми и брой.



Източник: Изчисления на автора на база данни на БНБ

Фигура 9. Сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките, в млн. евро

При сравнение с данните за емитираните на вътрешния пазар ДЦК отново се забелязва липсата на пряка връзка между реализираните ДЦК на вътрешния първичен пазар ДЦК и обема на сделките за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките. В подкрепа на това е и резултатът от извършен корелационен анализ на база обема на емитираните ДЦК на вътрешния пазар и обема на регистрираните сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките на вторичен пазар, представляващ коефициент на корелация между двата показателя, в размер на 0,462610. През 2008 г. са регистрирани 5132 броя сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките, възлизащи на обща стойност от 12 304,6 млн.евро, като емитираното от правителството количество ДЦК на вътрешния пазар е 152,5 млн. евро. В периода след присъединяването на Република България към ЕС 2008 г. е годината с най-голям брой сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките и с втория най-голям обем на същите сделки като обща стойност.



Източник: БНБ.

Фигура 9. Сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките, в бр. сделки

При сравнение с данните за емитираните на вътрешния пазар ДЦК отново се забелязва липсата на пряка връзка между реализираните ДЦК на вътрешния първичен пазар ДЦК и броя на сделките за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките. Най-голям брой сделки за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките е регистриран в следните едногодишни периоди – 2008 г., 2010 г. и 2011 г., като това не кореспондира със сравнително малките обеми ДЦК, емитирани на вътрешния пазар през същите периоди.

### Изводи

На база направения анализ могат да бъдат направени изводите, че през периода след присъединяването на Република България към ЕС не се наблюдава пряка и безусловна връзка между обемите ДЦК, емитирани на вътрешния пазар и различните видове сделки, регистрирани на вторичен пазар. Регистрираните сделки за окончателни покупко-продажби на ДЦК на вторичен междубанков пазар в България не се влияят от емисионната политика на правителството на Република България за всяка една от разглежданите години. Такава връзка и зависимост липсва както по отношение на обема на регистрираните сделки, така и по отношение на броя регистрирани сделки. През периода 2007 г. до 2018 г. регистрираните репосделки с ДЦК на вътрешния междубанков пазар не са повлияни като обем

и брой сделки от обема на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар от правителството за всяка една от годините. През същия период отчетените сделки с ДЦК със и за сметка на клиенти не се влияят от обема на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар за всяка от разглежданите години. През периода след присъединяването на Република България към ЕС обемът и броят на сделките за блокиране/деблокиране на ДЦК за обезпечаване на бюджетни средства в банките не показват зависимост от обема на ДЦК, емитирани на вътрешния пазар по години.

#### Използвани източници

- Лилова, Р., Захариев, А. и колектив. (2015), Финанси. Свищов, АИ „Ценов“.
- Захариев, А. (2012) Управление на дълга. В. Търново, Абагар.
- Закон за държавния дълг (Обн. ДВ, бр. 93 от 1.10.2002 г., изм., бр. 34 от 19.04.2005 г., в сила от 1.06.2005 г., изм. и доп., бр. 52 от 29.06.2007 г., в сила от 1.11.2007 г., бр. 23 от 27.03.2009 г., в сила от 1.11.2009 г., бр. 101 от 28.12.2010 г., в сила от 30.06.2011 г., изм., бр. 99 от 16.12.2011 г., в сила от 1.01.2012 г., изм. и доп., бр. 103 от 28.12.2012 г., изм., бр. 15 от 15.02.2013 г., в сила от 1.01.2014 г., доп., бр. 50 от 3.07.2015 г., изм., бр. 43 от 7.06.2016 г., доп., бр. 98 от 9.12.2016 г., в сила от 1.01.2017 г., бр. 91 от 14.11.2017 г., изм., бр. 20 от 6.03.2018 г., в сила от 6.03.2018 г.).
- Закон за пазарите на финансови инструменти (Обн. ДВ, бр. 15 от 16.02.2018 г., в сила от 16.02.2018 г., попр., бр. 16 от 20.02.2018 г., изм. и доп., бр. 24 от 16.03.2018 г., в сила от 16.02.2018 г.).
- Наредба № 15 от 4.10.2007 г. за контрол върху сделките с държавни ценни книжа (Издадена от министъра на финансите и управителя на Българската народна банка, обн., ДВ, бр. 85 от 23.10.2007 г., в сила от 1.11.2007 г., изм., бр. 29 от 7.04.2017 г.).
- Наредба № 5 от 4.10.2007 г. за реда и условията за придобиване, регистриране, изплащане и търговия с държавни ценни книжа (Обн. ДВ, бр. 85 от 23.10.2007 г., в сила от 1.11.2007 г., изм. и доп., бр. 100 от 19.11.2013 г., бр. 56 от 24.07.2015 г., в сила от 24.07.2015 г., бр. 29 от 7.04.2017 г.).
- Наредба № 31 от 4 октомври 2007 г. за сетълмент на държавни ценни книжа (Издадена от Българската народна банка, Обн. ДВ, бр.85 от 23 октомври 2007 г., изм. и доп. ДВ, бр.100 от 19 ноември 2013 г.).
- [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)
- [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)
- [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg)

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЩОВ

ГОДИШЕН

**АЛМАНАХ**  
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ  
НА ДОКТОРАНТИ

НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ  
НА ДОКТОРАНТИ

ГОДИШЕН  
АЛМАНАХ



Том XII, 2019

Книга 15

Том XII, 2019 г.  
Книга 15

Академично издателство  
„ЦЕНОВ“ - Свищов

*РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:*

Доц. д-р Стефан Маринов Симеонов – главен редактор

Доц. д-р Росица Христова Колева – зам.главен редактор

Доц. д-р Красимира Борисова Славева – организационен секретар

Доц. д-р Марина Ангелова Николова

Доц. д-р Христо Георгиев Сирашки

Доц. д-р Ваня Григорова

*Екип за техническо обслужване:*

Анка Петкова Танева – стилев редактор

Ст. преп. Маргарита Евгениева Михайлова – превод и редакция  
на английски език

Милена Димитрова Александрова – технически секретар

**ISSN 1313-6542**

## СЪДЪРЖАНИЕ

### Студии

Таня Стайкова Йорданова <b>ПОВЕДЕНИЕ НА ДОМАКИНСТВОТА В БЪЛГАРИЯ ПРИ ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ ЗА СПЕСТЯВАНЕ И ИНВЕСТИРАНЕ</b> .....	5
Анелия Стефанова Пенева <b>АНАЛИЗ НА ВЗАИМОВРЪЗКИТЕ МЕЖДУ КАПИТАЛОВИТЕ И ВАЛУТНИТЕ ПАЗАРИ</b> .....	29
Криста Цветанова Нейкова <b>КОНЦЕПТУАЛНИ ОСНОВИ НА ЛОЯЛНОСТТА</b> .....	51
Борислав Красимиров Киров <b>ЕФЕКТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ КРЕДИТНИ РЕГУЛАЦИИ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ</b> .....	78
Марията Бориславова Спасова <b>ПРОГРАМАТА ЗА ОСИГУРЯВАНЕ НА КАЧЕСТВО И УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ – ОСНОВА ЗА ПОВИШАВАНЕ КАЧЕСТВОТО НА ВЪТРЕШНИЯ ОДИТ В ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР</b> .....	98
Михаела Стоянова Монова <b>НОВИТЕ ЗАКОНОДАТЕЛНИТЕ ПРОМЕНИ ПО ЗАСТРАХОВКА „ГРАЖДАНСКА ОТГОВОРНОСТ“ НА АВТОМОБИЛИСТИТЕ И ВЛИЯНИЕТО ИМ ВЪРХУ ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ НА БЪЛГАРСКИЯ ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ПАЗАР</b> .....	125

### Статии

Юлиан Сашков Бенев <b>АНАЛИЗ НА АКТУАЛНИТЕ ПРОБЛЕМИ В БАНКОВАТА СФЕРА И НЕЙНАТА СТРАТЕГИЧЕСКА ОРИЕНТАЦИЯ В КОНТЕКСТА НА ДИГИТАЛИЗАЦИЯТА НА БАНКОВИТЕ УСЛУГИ В ЕС</b> .....	157
Пресиян Илианов Василев <b>ОРГАНИЗАЦИОННИ ПОДХОДИ ЗА МИНИМАЛИЗИРАНЕ НА КИБЕРРИСКОВЕТЕ ПРИ ОДИТОРСКАТА ДЕЙНОСТ</b> .....	174



Цветелина Красмирова Иванова <b>НАСОКИ ЗА УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ НА ОРГАНИЗАЦИОННАТА КУЛТУРА</b> .....	190
Димитър Пламенов Попов <b>ИЗСЛЕДВАНЕ НА ОБЕМА И ДИНАМИКАТА НА СЕКЮРИТИЗИРАНИЯ ВЪТРЕШЕН ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ В ПЕРИОДА СЛЕД ПРИСЪЕДИНЯВАНЕТО КЪМ ЕС</b> .....	213
Пламен Василев Георгиев <b>СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА. ЕФЕКТИ И ЗАПЛАХИ ЗА БАНКОВАТА СИСТЕМА</b> .....	226
Светла Михайлова Боянова <b>ОТНОСНО ЗНАЧЕНИЕТО НА ВЪТРЕШНИЯ КОНТРОЛ ЗА БАНКОВАТА СИГУРНОСТ</b> .....	237
Венцислав Георгиев Диков <b>РЕГУЛАТОРНА РАМКА ЗА ФИНАНСОВО-ИКОНОМИЧЕСКА ЗАЩИТА НА АВТОРСКИТЕ ПРАВА В ЕС</b> .....	266
Муса Мустафа Сръкьов <b>МОДЕЛ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА СРЕДНИТЕ УЧИЛИЩА „БОНУС–ВАУЧЕР“</b> .....	277
Николай Тодоров Здравков <b>УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ПОСРЕДНИЧЕСКИ ФИРМИ - СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА МОДЕЛИ НА СВОБОДНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ</b> .....	285
Таня Иванова Рисемова <b>ПРОБЛЕМИ НА ЗАЕТОСТТА И БЕЗРАБОТИЦАТА В БЪЛГАРСКИТЕ ОБЛАСТИ ПО ТЕЧЕНИЕТО НА ДОЛЕН ДУНАВ</b> .....	298
Ана Борисова Иванова <b>ИЗТОЧНИЦИ И МОДЕЛИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ЗДРАВЕОПАЗВАНЕТО – СПЕЦИФИКА И ЕФЕКТИВНОСТ ПРИ ПРЕДОСТАВЯНЕ НА ЗДРАВНИ УСЛУГИ ...</b>	313
Люба Мартинова Митева <b>КРИТИЧЕН АНАЛИЗ НА ПРОБЛЕМИТЕ В БОЛНИЧНИЯ СЕКТОР</b> .....	325

Станислав Иванов Шишманов <b>БАНКИТЕ И КАСОВОТО ИЗПЪЛНЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ И ОБЩИНСКИТЕ БЮДЖЕТИ</b> .....	341
Валери Йорданов Велковски <b>ПРОБЛЕМИ НА УСТРОЙСТВЕНИТЕ ПОЛИТИКИ И УСТРОЙСТВЕНИТЕ МЕРОПРИЯТИЯ В ЗЕМЕДЕЛСКИТЕ ЗЕМИ (НА ПРИМЕРА НА ЕМПИРИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ)</b> .....	355
Симеон Венциславов Симеонов <b>СПЕЦИФИКА НА ТУРИСТА ПРАКТИКУВАЩ КУЛИНАРЕН ТУРИЗЪМ</b> .....	383
Emre Zafer Güney <b>BUTCHERS SCHEDULING MODEL EXAMINATION BY TIME STUDY OBSERVATIONS</b> .....	398
Андрей Йорданов <b>ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД ТОВА ДА БЪДЕШ AGILE /SCRUM</b> .....	408
Диана Христова <b>КОРПОРАТИВНА АМНЕЗИЯ И МОНИТОРИНГ НА НЕЯВНИТЕ ЗНАНИЯ В ОРГАНИЗАЦИИТЕ</b> .....	416
Борислав Боев <b>ПРОЕКТНОТО УПРАВЛЕНИЕ ПРИ ИЗГРАЖДАНЕТО НА НОВИ ЯДРЕНИ МОЩНОСТИ – ОСОБЕНОСТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА</b> .....	424
Димитър Георгиев Тричков <b>ПАЗАРНИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ВЪЗМОЖНОСТИ ПРЕД ТЕЛЕКОМИТЕ В БЪЛГАРИЯ</b> .....	445
Veneta Todorova Lyubenova <b>BRAND TRUST AS A SOURCE OF BRAND EQUITY</b> .....	473
Росица Атанасова Проданова <b>ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА – АНАЛИЗ НА ИНСТИТУЦИЯТА И ПОЗИЦИЯТА Й В СЧЕТОВОДНИЯ БАЛАНС</b> .....	488
Зорница Крумова <b>ИНОВАЦИИ – ОСНОВЕН ФАКТОР ЗА ПОВИШАВАНЕ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА</b> .....	507
Yaakov Itach <b>FINANCIAL LITERACY LEVEL OF HIGH SCHOOL STUDENTS AND ITS ECONOMIC PATTERNS REFLECTIONS</b> .....	518

ГОДИШЕН  
**АЛМАНАХ**  
**НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ**  
*Студии и статии*  
**Том XII – 2019, книга 15**

Даден за печат на 28.05.2020 г., излязъл от печат 02.06.2020 г.  
Поръчка № 18464; формат 16/70/100; тираж 50

**ISSN 1313-6542**

Издателство и печат: Академично издателство „Ценов“  
Свищов, ул. Градево № 24