НАУЧНИ ТРУДОВЕ НА УНСС (4) 2026, АКАДЕМИЧНО ИЗДАТЕЛСТВО УНСС
ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344; https://rp.unwe.bg
DOI: https://doi.org/10.37075/RP.2026.4.08

ВРЪЗКА МЕЖДУ ОЦЕНКАТА ЗА ТЕКУЩОТО СЪСТОЯНИЕ НА ФИРМИТЕ И ОЧАКВАНИЯТА ЗА КРАТКОСРОЧНОТО ИМ РАЗВИТИЕ

Румяна Желева[1]
e-mail: rzheleva@unwe.bg

Резюме

Статията изследва връзката между оценката на мениджърите за текущото състояние на фирмата и очакванията им за нейното развитие през следващата година. Анализът използва данни за 800 предприятия от вълна 2025 г. на изследването „Бизнес барометър" на УНСС. Оценката за текущото състояние е представена чрез композитен индекс, изграден от девет организационни и икономически показателя. Първоначално е приложена ординална логистична регресия. Поради нарушение на предположението за пропорционални шансове резултатите са проверени чрез мултиноминална логистична регресия, която позволява ефектът да бъде оценен поотделно за различните категории на очакванията. Резултатите показват статистически значима положителна връзка: по-високите оценки за текущото състояние са свързани с по-голям шанс за оптимистични очаквания и с по-малки шансове за песимистични или неутрални очаквания. Установената връзка е по-силна при разграничаването на песимистичните от оптимистичните очаквания. Приносът на изследването се състои в емпиричното измерване на тази асиметрична връзка върху данни за български предприятия.

Ключови думи: бизнес очаквания, текущо състояние на фирмата, управленски очаквания, логистична регресия, бизнес барометър

JEL: C25, D84, D91, M21

Увод

Очакванията за бъдещото развитие са съществен елемент от управленските решения, свързани с инвестициите, заетостта, производството и финансирането. В условия на несигурност и ограничена информация мениджърите формират тези очаквания не само въз основа на външни икономически сигнали, но и чрез преценката си за текущото състояние и натрупания опит на управляваната фирма.

Теоретичната рамка на изследването съчетава теорията за адаптивните очаквания и поведенческите обяснения за ролята на когнитивните откло-

[1] Асистент, доктор, катедра „Икономикс", Общоикономически факултет, УНСС, ORCID: 0009-0008-6327-9885

нения при формирането на очаквания. От една страна е теорията за адаптивните очаквания (adaptive expectations), която разглежда очакванията като резултат от постепенно учене и екстраполация на миналия и текущия опит, при което икономическите агенти коригират прогнозите си в зависимост от допуснатите грешки. От друга страна е поведенческият икономикс (behavioral economics), който поставя ударението върху ролята на когнитивните отклонения, ограничената рационалност и емоционалните пристрастия, които влияят върху начина, по който се възприема настоящето и се проектира бъдещето.

Комбинацията от двата подхода предполага, че текущата оценка за състоянието на фирмата функционира едновременно като рационален информационен сигнал и като психологически филтър. Положителните оценки засилват оптимизма и увереността, докато негативните оценки повишават чувствителността към риск и несигурност. В резултат очакванията за бъдещето не са чисто рационални прогнози, а интегрират субективни възприятия и когнитивни механизми.

Целта на статията е да се установи дали и в каква степен оценката за текущото състояние на фирмата е свързана с очакванията на мениджърите за нейното развитие през следващата година. За постигането на тази цел: 1) се конструира композитен индекс на възприеманото текущо състояние; 2) проверява се неговата вътрешна съгласуваност. Анализът използва данни от ежегодното изследване Бизнес барометър на УНСС (вълна 2025 г.) като прилага логистични регресионни модели, за да се установи дали и в каква степен текущите възприятия обуславят оптимистичните, неутралните и песимистичните очаквания на управленците.

Следващата част на статията представя теоретичната рамка и извежда изследователските хипотези, след което са описани данните, измерването на променливите, методите, резултатите и ограниченията на анализа.

Теоретични подходи към формирането на бизнес очакванията: теорията за адаптивните очаквания и поведенческите обяснения за ролята на когнитивните отклонения

Теория за адаптивните очаквания

Формирането на бизнес очакванията е процес, който комбинира както рационални оценки на разполагаемата информация, така и психологически и когнитивни механизми. Когато става въпрос за фирменото поведение, настоящото състояние на фирмата представлява не само най-достъпният, но и най-надеждният източник на информация за бъдещото ѝ развитие. Съгласно теорията на адаптивните очаквания (adaptive expectations), икономическите

агенти формират своите предположения за бъдещето чрез екстраполация и корекция на минали и текущи оценки. В този контекст оценките на мениджърите за ресурсната обезпеченост, финансовата стабилност и организационната ефективност на фирмата функционират като база за адаптивно учене и актуализация на очакванията.

Теорията на адаптивните очаквания предлага модел за формиране на бъдещи очаквания върху базата на миналите стойности на икономическите променливи. В този подход икономическите агенти коригират своите предположения, като се основават на минали отклонения между реалното и очакваното състояние на променливата.

Първоначалният принос към тази теория е свързан с разработките на Филип Каган (Cagan, 1956) и Милтън Фридман (Friedman, 1957), които въвеждат адаптивните очаквания в макроикономическите модели – особено при инфлационните динамики. В този смисъл адаптивните очаквания представляват рационален опит на агентите да се научат от предишни отклонения между действителната стойност и предположението, като използват „грешката в очакванията“ за корекции.

Теорията на адаптивните очаквания предполага, че очакванията не са свързани толкова с очакванията за бъдещето, колкото с поглед назад към миналото – агентите формират предположения на основата на минали тенденции, които се коригират или приспособяват постепенно. Това представлява форма на „learning by doing“ (учене чрез правене), при който по-новите грешки и отклонения имат по-голямо тегло от по-старите.

Към силните страни на теорията за адаптивните очаквания можем да причислим:

1. Обяснителна простота и емпирична приложимост. Адаптивните очаквания предоставят лесна за разбиране информация: агентите просто „поправят“ очакванията си, когато виждат, че предишните им предположения са се оказали погрешни. Това често води до относително добри прогнози когато липсва надеждна и лесна за използване информация.

2. Добри емпирични резултати. Този подход често има добри емпирични резултати в случаи на постепенни промени – например при анализ на краткосрочни колебания на инфлацията на базата на исторически данни. Този механизъм на корекция при грешки може да улови някои аспекти на действителното очакване на икономическите агенти, които „учат чрез правене“.

Въпреки интуитивната простота и практическата полезност, теорията на адаптивните очаквания има множество ограничения, които намират място в сериозни критики. Ще посочим само няколко.

1. Информационни ограничения и забавяне. Адаптивните очаквания предполагат, че агентите реагират само на миналата информация, а не обоб-

щават всички достъпни данни или сигнали за бъдещето. Това означава, че очакванията могат да изостават значително зад реалните тенденции, особено при бързи структурни промени в икономиката или при внезапни външни шокове. Този „назад гледащ“ характер води до систематични грешки и забавяне в адаптирането.

2. Нерационални грешки. Класическата адаптивна хипотеза допуска, че агентите правят повтарящи се систематични грешки, тъй като те не използват цялата налична информация, а само тази от миналото. Тази особеност е източник на критика именно от привържениците на теорията на рационалните очаквания (Rational Expectations), според която агентите използват всички публично достъпни данни и модели, което позволява грешките да бъдат само случаен шум, а не систематични отклонения.

3. Ограничена предсказуемост. Адаптивните очаквания често не могат да обяснят бързи изменения на очакванията в присъствието на нови структури или политики (например резки монетарни интервенции), тъй като процесът на адаптация изисква време. Това ги прави по-малко ефективни в модели, където промяната в очакванията трябва да бъде предиктивно бърза и базирана на цялостна оценка на бъдещите условия.

Поведенческата икономика и ролята на когнитивните отклонения

Поведенческата икономика (behavioral Economics) възниква като отговор на ограниченията на класическите икономически модели, които приемат хипотезата за строго рационален агент („homo economicus“). Тя интегрира психологически, когнитивни и социални фактори, за да анализира и моделира реалното поведение на хората при икономически избори. В настоящото изследване поведенческата икономика и когнитивните отклонения не се разглеждат като взаимнозаменяеми понятия. Поведенческата икономика представлява по-широка аналитична рамка за изследване на икономическото поведение при отклонения от предпоставките за пълна рационалност, докато когнитивните отклонения обозначават конкретни систематични отклонения в начина на възприемане, обработване и интерпретиране на информацията. В този смисъл когнитивните отклонения се разглеждат като един от механизмите, чрез които поведенческата икономика обяснява формирането на оценки, очаквания и решения.

Основен принос за развитието на поведенческата икономика имат Хърбърт Саймън (Simon, 1955), Даниел Канеман и Амос Тверски (Kahneman & Tversky, 1979), Ричард Тейлър и Кас Сънстейн (Thaler, Sunstein, 2008), които показват, че човешкият избор често се отклонява от класическите предполо-

жения на рационалност, например чрез избягване на загуба, незачитане на очакваната полезност и други когнитивни отклонения.

Поведенческата икономика защитава тезата, че оценките не са неутрални, а са повлияни от когнитивни отклонения, емоционални реакции и субективни интерпретации. Ефекти като оптимистично пристрастие (optimism bias – склонност към надценяване на положителни изходи), ефект на последните събития (recency effect – по-силно влияние на последната информация) и избягване на загуби (loss aversion – асиметрична чувствителност към загуби) могат да усилят или отслабят въздействието на текущото възприятие върху очакванията за бъдещето. В резултат мениджърите не само рационално екстраполират текущото състояние, но и го интерпретират през собствените си когнитивни рамки.

Поведенческите теории включват множество механизми, които коригират традиционните очаквания. Според теорията за ограничената рационалност на Хърбърт Саймън (Simon, 1955), икономическите решения често са „boundedly rational“ (ограничено рационални) – агентите максимизират полезност само в рамките на достъпната информация и когнитивни ограничения. В този смисъл те не са оптимални, а субоптимални.

Множество емпирични изследвания (Kahneman, 2011) показват, че хората използват т.нар. евристики (rules of thumb) – прости правила за вземане на решения – вместо оптимални алгоритми, което води до системни отклонения като представителност, оценъчна пристрастност и ефект на закотвянето (anchoring).

Архитектура на избора и побутване („nudge“ подход). Поведенческата икономика не само описва отклоненията, но и предлага конструктивни механизми и начини – например Теорията на побутването („nudge theory“) на Тейлър и Сънстейн (Thaler & Sunstein, 2008), която предлага структуриране на изборната среда, за да бъдат насърчени по-добри решения без принуда.

Към силните страни на поведенческата икономика трябва да отнесем:

- *По-реалистично описание на поведението*. В сравнение с неокласическата теория, поведенческата икономика предлага по-реалистично, по-човешко описание на индивидуалните решения, което обяснява значими аномалии, които традиционните модели пренебрегват.

- *Приложимост в различни политики*. Поведението на агентите включва социални норми, етични норми, чувство за вина, емоционални оценки и други фактори, които влияят на решенията и изборите при потреблението, спестяванията и инвестициите – знания, които са полезни за дизайн на публични политики.

Поне две значими критики към поведенческата икономика трябва да бъдат отбелязани:

- *Етични и методологични въпроси*. Един от основните дебати е дали механизмите като побутването „nudge“ представляват форма на „либертариански патернализъм“ – което означава влияние върху решенията на хората без тяхно ясно съгласие, което поставя етични въпроси при избор на политика.

- *Ограничения на теорията*. Поведенческата икономика често критикува „homo economicus“, но понякога остава на ниво описание на отделни поведенчески аномалии и невинаги предлага цялостна алтернативна теоретична рамка за обяснение на пазарните процеси или пълни прогнози за макроикономическата динамика, за разлика от традиционните оптимизационни модели.

Съвременно развитие и надграждане на адаптивните и поведенческите подходи към формирането на очакванията

През последното десетилетие изследванията върху формирането на икономическите и очакванията на бизнеса претърпяха значително развитие, като фокусът постепенно се измести от формалните модели към анализ на реалните когнитивни и поведенчески механизми, чрез които икономическите агенти интерпретират опита си. В този контекст класическите теории за адаптивните очаквания и когнитивните отклонения не са отхвърлени или забравени, а по-скоро разширени и концептуално обогатени.

Едно от най-влиятелните съвременни направления е свързано с т. нар. учене чрез опит (experience-based learning) и наративното формиране на очакванията. Група учени (Gennaioli, Shleifer и Vishny, 2018) аргументират, че икономическите агенти не актуализират очакванията си чрез абстрактни вероятностни изчисления, а чрез интерпретации на личния и колективния опит. В A Crisis of Beliefs те изрично подчертават, че убежденията се формират от опита, а не от статистика, като показват как преживени периоди на растеж, инфлация или криза формират устойчиви когнитивни модели, които насочват очакванията за бъдещето. Този подход е в пряко съзвучие с логиката и подхода на адаптивните очаквания, но ги надгражда, като акцентира върху субективното значение на преживения опит, а не само върху механичната корекция на грешки.

В подобна посока се развива и концепцията за наративния икономикс (narrative economics), въведена от Робърт Шилер (Shiller, 2019). Според Шилер икономическите очаквания се разпространяват и официализират чрез споделени разкази сред обществото, които придават смисъл на миналото и легитимират определени виждания за бъдещето. Както той отбелязва, „хората се влияят от истории, които описват скорошен опит, дори когато тези истории нямат връзка с обективни данни“. Имайки предвид тази гледна точ-

ка оценките на мениджърите за текущото състояние на фирмата могат да се разглеждат като част от по-широки наративи за „успех“, „стагнация“ или „криза“, които структурират очакванията за развитие.

Друг важен принос след 2018 г. е свързан с формализирането на екстраполативните очаквания. Barberis et al. (2018) показват, че фирмите систематично проектират скорошни тенденции в бъдещето, дори когато това не е оправдано от дългосрочните фундаментални показатели. Авторите отбелязват, че скорошните събития получават непропорционално по-голямо тегло при формиране на очакванията, което води до цикли на прекомерен оптимизъм, следвани от цикли на последващ песимизъм. Този механизъм предоставя допълнително обяснение защо положителната оценка на текущото състояние на фирмата може да увеличи шанса за оптимистични краткосрочни очаквания, независимо от обективните рискове.

В контекста на поведенческата икономика след 2018 г. особено внимание се обръща и на ролята на референтните точки, формирани на база миналия опит. Разширявайки теорията на перспективите (prospect theory) на Даниел Канеман и Амос Тверски, Кьосеги и Рабин (Koszegi and Rabin, 2006) аргументират, че референтните точки много често са вътрешни и произтичат от предишни очаквания и оценки. Те подчертават, че самите очаквания стават отправни точки, по които се оценяват бъдещи резултати. Това на практика означава, че текущата оценка на състоянието на фирмата не само влияе върху очакванията, но и задава стандарта, спрямо който бъдещите резултати ще бъдат определяни като успех или неуспех.

Емпирични изследвания потвърждават значението на тези механизми. Други учени (D’Acunto, Hoang & Weber, 2018) показват, че икономическите очаквания на фирми и домакинства са силно зависими от личния и организационния опит, като последните събития имат по-силно влияние от общите макроикономически прогнози. По сходен начин (Bloom et al., 2022) се установява, че фирмените очаквания са закотвени в скорошното представяне и възприетите тенденции, дори когато официалните икономически прогнози сочат различна динамика.

Тези съвременни разработки не отричат класическите подходи, а ги интегрират в по-широка рамка, която комбинира адаптивно учене, когнитивни отклонения и социално повлияни интерпретации. В този смисъл положителната или отрицателната оценка на текущото състояние на фирмата може да се разглежда като когнитивна „котва“, която едновременно обобщава миналия опит и ориентира очакванията за бъдещето.

Обобщено, разгледаните изследвания показват, че скорошният организационен опит и оценката на текущото представяне могат да функционират

като информационна и когнитивна отправна точка при формирането на очаквания. Настоящото изследване пренася тази постановка към българските предприятия и проверява дали обобщената оценка за вътрешното състояние на фирмата разграничава песимистичните, неутралните и оптимистичните очаквания.

Обобщаващо теоретично заключение

Комбинацията между теорията за адаптивните очаквания и поведенческите интерпретации на когнитивните отклонения, както и наративното формиране на вярванията води до последователна и емпирично проверима хипотеза: оценките за текущото състояние на фирмата функционират като ключов медиатор между миналия опит и бъдещите очаквания. При условия на несигурност и ограничена информация именно тези оценки придобиват централно значение, като определят дали мениджърите ще възприемат бъдещето като пространство на възможности или като пространство на рискове. Настоящото изследване стъпва именно върху тази теоретична рамка и предлага емпирична проверка на степента, в която адаптивните и поведенческите механизми се проявяват в реалните управленски нагласи на мениджърите на българските фирми.

Методология и емпирични резултати

Целева съвкупност и извадка

Анализът по-долу се основава на изследователския проект Бизнес барометър на УНСС. Барометърът представлява дългосрочно емпирично изследване, насочено към систематично проследяване на бизнес оценките и очакванията на фирмите, опериращи на българския пазар. Основните цели на проекта са: да се проследи динамиката в оценките на фирмите за изминалата година и за бизнес средата като цяло; да се измерят оценките за текущото състояние на фирмите; да се анализират очакванията за развитието на фирмите и бизнес средата през настъпващата година. По този начин барометърът предоставя цялостна картина на бизнес оценките и очакванията, обхващаща както ретроспективни, така и перспективни измерения (Нужно е да се обърне изрично внимание, че целите на проекта Бизнес барометър са значително по-широки от тези на настоящата статия.).

Бизнес барометърът е лонгитюдно изследване, с провеждане на една вълна годишно, което позволява проследяване на измененията във времето и идентифициране на устойчиви тенденции в бизнес оценките и очакванията. Към момента Бизнес барометърът на УНСС е реализиран в 14 вълни, което

го утвърждава като един от най-дългосрочните и разпознаваеми инструменти за изследване на бизнес нагласите в България. Барометърът е регистрирана марка на УНСС.

Целевата съвкупност на изследването включва фирми, опериращи на българския пазар от всички сектори и браншове. Извадката за вълна 2025 г. е непропорционално стратифицирана и обхваща общо 800 фирми, разпределени равномерно по размер: 200 микро, 200 малки, 200 средни и 200 големи фирми. Този дизайн позволява адекватно представяне и сравнение на различните групи фирми.

Респондентите са представители на висшето управленско ниво (собственици, изпълнителни директори, управители, заместник управители, главни финансисти, главни счетоводители и др. под.). Това осигурява информирани оценки и очаквания, основани на стратегическа перспектива. Данните се събират чрез онлайн допитване, което позволява ефективно достигане до респондентите и стандартизиране на процеса на събиране на информация.

Хипотези и аналитичен подход

Приложеният аналитичен подход е насочен към тестване на хипотезата, че по-високата оценка на текущото състояние на фирмата увеличава шанса за оптимистични очаквания относно бъдещото ѝ развитие. Тази хипотеза може да бъде „операционализирана“ на две по-конкретни хипотези:

H1: По-високата оценка на текущото състояние намалява вероятността фирмата да очаква влошаване на състоянието си.

H2: С нарастването на оценката за текущото състояние намаляват шансовете фирмата да има неутрални, вместо оптимистични, очаквания за развитието си.

На таблица 1 са дадени едномерните разпределения на отговорите на стопанските ръководители на въпроса: Как преценявате настоящото състояние на Вашата фирма по отношение на …? на девет показатели. Тези показатели по-нататък се използват за изчисляване на композитен индекс в качеството му на независима променлива.

Таблица 1: Как преценявате настоящото състояние на Вашата фирма по отношение на …? (в %)

Показатели	Много добро	Добро	Задоволително
Производственото и технологично оборудване	33,5	46	20,5
Качеството на работната сила	32,4	43,3	24,4
Равнището на работната заплата	17,1	43,4	35,5
Организационната структура	27,3	50,6	22,1
Контрола и отчетността	43,8	42,2	14
Планирането на дейностите	29,6	49	21,4
Конкурентоспособността на продуктите	38,4	45,8	15,8
Равнището на производствените разходи	15,8	57,8	26,4
Финансовото състояние	25,6	49,5	24,9

Източник: Емпирично проучване "Бизнес Барометър 2025", академичен проект финансиран от фонд Научни изследвания на УНСС, София.

Като зависима променлива се използват очакванията за развитието на фирмата в краткосрочна перспектива – за 2025 г. Като дялове на отговорите те са дадени в таблица 2.

Таблица 2: Като цяло, 2025 г. в сравнение с 2024 г. за Вашата фирма каква очаквате да бъде? (в %)

	%
2025 г. очакваме да бъде по-добра за нашата фирма	43
Същата	38,3
2025 г. очакваме да бъде по-лоша за нашата фирма	18,7

Източник: Емпирично проучване "Бизнес Барометър 2025", академичен проект финансиран от фонд Научни изследвания на УНСС, София.

Аналитичният подход се описва със следния алгоритъм:

Първа стъпка: тестване на инструмента от 9 оценъчни показателя за вътрешна обоснованост (съгласуваност – internal consistency), за да се устано-

ви дали той може да бъде използван като основа на композитен индекс. Това става с помощта на Cronbach's Alpha.vii

Втора стъпка: изчисляване на композитен индекс въз основа на данните за оценките на фирмите по 9-те показателя.

Трета стъпка: приложение на ординалната логистична регресия за установяване дали композитният индекс (оценките по 9 показателя) обуславя предполагаемата зависима променлива (очакванията за развитието на фирмата за 2025 г.).

Впоследствие поради неизпълнение на предположението за пропорционални шансове (Proportional Odds Assumption) бе наложителна още една стъпка:

Четвърта стъпка: приложение на мултиноминалната логистична регресия.

Емпирични резултати

Първа стъпка: Има ли вътрешна обоснованост (съгласуваност) между отделните оценки?

Както бе казано, за целта използваме Cronbach's Alpha със следната скала за оценка на стойността му (таблица 3). Изчисленията показаха стойност на α = 0,881, което говори за много добра вътрешна обоснованост (съгласуваност) на инструмента, т.е. деветте оценки измерват един и същ латентен конструкт („Общо възприемано текущо състояние на фирмата"). Следователно, можем да сме уверени в безспорната възможност този инструмент да бъде използван за съставяне на композитен индекс.

Таблица 3: Стойности на α и оценки

Стойност на α	Оценка
Над 0.90	Отлична
0.80 – 0.89	Много добра
0.70 – 0.79	Добра
Под 0.70	Спорна

Източник: Nunnally, Bernstein (1994).

Втора стъпка: изчисляване на композитен индекс на оценките

Композитният индекс за всяка единица от извадката се изчислява като сума от кодовете на отговорите за деветте оценявани показателя. Отговорите са кодирани, както следва: много добро състояние – 3; добро състояние – 2;

задоволително състояние – 1. Така, ако респондент Х е дал оценки за фирмата, представени в таблица 4, стойността на индекса е 3+2+2+1+3+3+2+2+2 = 20. Крайните стойности на индекса са за един респондент са от минимум 9 (всеки респондент е посочил оценки 1 по всички показатели) до максимум от 27 (всеки респондент е посочил оценки 3 по всички показатели).

Таблица 4: Примерни отговори на респондента Х.

Параметри	Много добро	Добро	Задоволително
Производственото и технологично оборудване	3		
Качеството на работната сила		2	
Равнището на работната заплата		2	
Организационната структура			1
Контрола и отчетността	3		
Планирането на дейностите	3		
Конкурентоспособността на продуктите		2	
Равнището на производствените разходи		2	
Финансовото състояние		2	

Източник: Емпирично проучване „Бизнес Барометър 2025“, академичен проект финансиран от фонд Научни изследвания на УНСС, София.

Трета стъпка: приложение на ординалната логистична регресия

Тъй като зависимата променлива (очакванията за развитието на фирмата за 2025 г.) е измерена в ординалната скала (2025 г. очакваме да бъде по-добра за нашата фирма (код 3); същата (код 2); 2025 г. очакваме да бъде по-лоша за нашата фирма (код (1), а независимата (композитния индекс на оценките) в интервалната, това налага тестването на хипотезата за връзка на обуславяне да се извърши чрез ординалната логистична регресия.

Какво показват изчисленията?

1. Както се вижда от таблица 2, разпределението на отговорите е балансирано и няма редки категории (категории с много малки натрупвания).

2. Моделът е статистически пригоден. Композитният индекс на оценките на текущото състояние на фирмите има обяснителна сила спрямо очакванията за развитието им: Chi-square = 71.661; df = 1; $p < 0.001$ (таблица 5).
3. Изчисленията показват, че предположението за пропорционални шансове (proportional odds assumption) не е потвърдено (таблица 6). Това означава, че влиянието на предиктора (независимата променлива в лицето на композитния индекс) не е едно и също при всички прагове на зависимата променлива. В нашия случай те са два: „По-лоша“ спрямо („Същата + По-добра“); („По-лоша + Същата“) спрямо „По-добра“.

Нулевата хипотеза гласи, че наклоните (ефектите) се еднакви, следователно предположението за пропорционални шансове е изпълнено; алтернативната хипотеза казва, че наклоните се различават, ерго, предположението е нарушено. В таблица 6 се вижда, че p-стойността е Sig. = 0.007. При $p > 0.05$ нямаме основание да отхвърлим нулевата хипотеза; при $p \leq 0.05$ трябва да отхвърлим нулевата хипотеза. В нашия случай $p = 0.007 < 0.05$, т.е. нулевата хипотеза се отхвърля, т.е. ефектът на предиктора (композитния индекс) не е еднакъв за всички категории и предположението за пропорционални шансове е нарушено.

4. Тестът за паралелните линии обаче не казва, че няма ефект, а само, че ефектът не е еднакъв между отделните прагове, т.е. влиянието върху преминаването от „по-лоша“ към „същата“ може да е различно по сила от влиянието върху преминаването от „същата“ към „по-добра“.
5. Защо въпреки това моделът е приемлив? Видяхме вече, че той е силно значим: композитният индекс за текущото състояние има силен общ ефект върху очакванията.
6. Оценката за текущото състояние има положителен и силно значим ефект върху очакванията за бъдещето: B = 1.156, SE = 0.140, Wald = 68.34, $p < 0.001$ (таблица 7). Колкото по-добра е оценката на текущото състояние, толкова по-оптимистични са очакванията – ефектът е силен и стабилен. Увеличението на индекса с една единица повишава шанса фирмата да попадне в по-оптимистична категория на очакванията приблизително 3.2 пъти (Odds Ratio ≈ 3.18). Обяснителната сила на модела е умерена: Nagelkerke $R^2 = 0.098$ (таблица 8).

Таблица 5: Тест за пригодност на логистичния регресионен модел

Модел	−2 Log Likelihood	χ^2	df	p
Само константа	279.012	—	—	—
Краен модел	207.351	71.661	1	< .001

Забележка. χ^2 статистиката представя разликата между модела само с константа и крайния модел. Използвана е логит връзка.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

Таблица 6: Тест на паралелните линии

Модел	−2 Log Likelihood	χ^2	df	p
Нулева хипотеза	207.351	—	—	—
Общ модел	200.179	7.172	1	.007

Забележка. Нулевата хипотеза предполага, че параметрите на местоположението (наклоните на коефициентите) са еднакви за всички категории на зависимата променлива. Използвана е логит връзка.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“

Таблица 7: Оценка на параметрите на модела

Параметър	Оценка	Стандартна грешка	Wald	df	p
Праг [q19TR = 1]	0.803	0.286	7.903	1	.005
Праг [q19TR = 2]	2.677	0.301	79.266	1	< .001
Индекс Q8	1.156	0.140	68.340	1	< .001

Забележка. Представени са оценките на параметрите за ординалния логистичен регресионен модел.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

Таблица 8: Обяснителна сила на логистичния регресионен модел

Псевдо R^2 показател	Стойност
Cox и Snell	0.086
Nagelkerke	0.098
McFadden	0.043

Забележка. Показателите за псевдо R^2 отразяват обяснителната сила на модела. Използва на е логит връзка.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

Четвърта стъпка: приложение на мултиноминалната логистична регресия

Какво да се прави при установеното нарушение на предположение за пропорционални шансове?

Първоначално анализът беше планиран чрез ординална логистична регресия (Ordinal Logistic Regression), тъй като зависимата променлива представлява ординална скала с три равнища („по-лоша“, „същата“, „по-добра“). Този модел е концептуално подходящ, когато ефектът на независимите променливи върху преходите между категориите е монотонен и еднакъв по сила за всички прагове на зависимата променлива.

Ключово предположение на ординалната логистична регресия е т. нар. предположение за пропорционални шансове (proportional odds). То предполага влиянието на предиктора върху преминаването от „по-лоша“ към „същата“ следва да бъде същото като влиянието върху преминаването от „същата“ към „по-добра“. При неизпълнението на това предположение оценките могат да бъдат осреднени и изкривени.

Емпиричната проверка на предположението чрез теста за паралелните линии (Test of Parallel Lines) показа статистически значимо отклонение ($p = 0.007$), което означава, че ефектът на независимата променлива не е един и същ между отделните прагове на зависимата променлива. Това предполага, че влиянието на оценката за текущото състояние върху преминаването от песимистични към неутрални очаквания се различава по сила от влиянието върху преминаването от неутрални към оптимистични очаквания. Следователно използването на класическия ординален модел би наложило неоправдано силно ограничение върху структурата на данните.

При наличие на такова нарушение, стандартната ординална логистична регресия може да доведе до некоректни стандартни грешки, пристрастени коефициенти и подвеждащи интерпретации, тъй като моделът принудител-

но налага еднакъв ефект там, където емпирично се наблюдават различия. Това е особено проблематично в контекста на управленски и поведенчески изследвания, при които различните преходи между категориите често имат различна психологическа и икономическа логика.

Поради това бе избрана мултиноминална логистична регресия (Multinomial Logistic Regression). Тя не изисква предположението за пропорционални шансове и позволява оценяване на отделни коефициенти за всяко сравнение между категориите на зависимата променлива. Този модел осигурява по-голяма гъвкавост и позволява емпирично да се установят асиметрии в силата и посоката на ефектите, без да се налагат априорни ограничения върху тяхната еднаквост.

Макар мултиноминалният модел да не използва изрично подреденост на категориите, той е методологично по-подходящ в случаи, при които реалната структура на данните нарушава основните предположения на ординалния модел. Още нещо, резултатите от мултиноминалния модел потвърждават, че ефектът на текущото състояние действително се различава по сила между отделните категории на очакванията, което емпирично валидира решението за използване на по-гъвкав модел и служи като форма на проверка на устойчивостта (robustness check) спрямо първоначалния ординален подход.

Какво накратко бе установено?

1. Моделът е статистически значим, което се потвърждава от теста за пригодност на модела (Model Fitting Information), както се вижда от таблица 9, при който разликата между модела само с константа и финалния модел е $\chi^2 = 75.789$ при $df = 2$ и $p < 0.001$. Това показва, че включването на индекса на текущото състояние значително подобрява обяснителната способност на модела спрямо случаен модел без предиктори.

Таблица 9: Пригодност на логистичния регресионен модел

Модел	−2 Log Likelihood	χ^2	df	p
Само константа	279.012	—	—	—
Краен модел	203.223	75.789	2	< .001

Забележка. χ^2 статистиката отразява теста на отношението на правдоподобие между модела само с константа и крайния модел.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

2. Обяснителната сила на модела е умерена, като стойността на Nagelkerke R^2 достига 0.103, което означава, че приблизително 10% от вариацията в очакванията се обяснява от текущото състояние на фирмата (таблица 10).

Таблица 10: Обяснителна сила на логистичния регресионен модел

Псевдо R^2 показател	Стойност
Cox и Snell	0.090
Nagelkerke	0.103
McFadden	0.045

Забележка. Показателите за псевдо R^2 представят относителната обяснителна сила на модела.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

3. Таблицата с коефициентите показва стабилни и силно значими ефекти на независимата променлива и за двете сравнения (таблица 11). При сравнение между „по-лоша“ и референтната категория „по-добра“ коефициентът на индекса е отрицателен и статистически значим ($B = -1.468$, $p < 0.001$), като съответният коефициент на шанс $Exp(B) = 0.230$. Това означава, че при увеличение на оценката за текущото състояние с една единица шансът фирмата да има песимистични очаквания вместо оптимистични намалява приблизително със 77%. Аналогично, при сравнение между „същата“ и „по-добра“ коефициентът също е отрицателен и значим ($B = -1.229$, $p < 0.001$), а $Exp(B) = 0.293$, което показва намаление на шанса за неутрални очаквания спрямо оптимистични с около 71% при една единица увеличение на индекса.

Таблица 11: Оценка на параметрите на логистичния регресионен модел

Категория q19TR	Параметър	B	Стандартна грешка	Wald	df	Exp(B)
1	Константа	2.208	0.441	25.052	1	—
1	IndexQ8	-1.468	0.213	47.503	1	0.230
2	Константа	2.462	0.373	43.565	1	—
2	IndexQ8	-1.229	0.174	50.102	1	0.293

Забележка. Exp(B) представя коефициентите на шанс (odds ratios). Наименованието q19TR е на зависимата променлива (очакванията за 2025 г.), а IndexQ8 е на композитния индекс на оценките, тъй както е записът в SPSS.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.

4. Резултатите ясно показват, че по-високите оценки за текущото състояние на фирмата са свързани със значително по-висок шанс за оптимистични очаквания и значително по-нисък за песимистични или неутрални очаквания. Ефектът е силен и последователен и в двете сравнения, като съ-

щевременно не е напълно симетричен – влиянието върху преминаването от песимистични към оптимистични очаквания е по-силно, отколкото върху преминаването от неутрални към оптимистични. Това потвърждава, че връзката между текущото възприятие и бъдещите очаквания не е линейна и еднотипна за всички равнища на зависимата променлива.

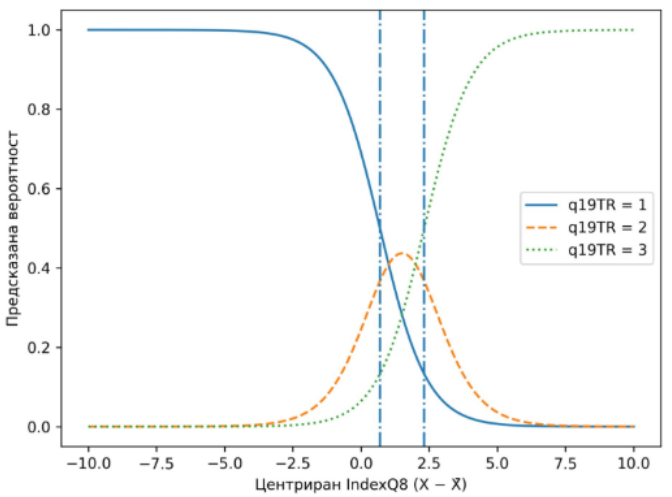
5. Въпреки че тестовете за съответствие (Goodness-of-Fit) са статистически значими, което формално говори за отклонение между модела и наблюдаваните данни, този резултат е често срещан при големи извадки и не подкопава валидността на основните ефекти (таблица 12). Може да се заключи, че като цяло мултиноминалният модел предоставя силно емпирично доказателство, че оценката за текущото състояние на фирмата е ключов обусловител на очакванията за нейното краткосрочно развитие.

Таблица 12: Тестове за съответствие на модела

Тест	χ^2	df	p
Pearson	69.213	34	< .001
Deviance	69.914	34	< .001

Забележка. Ниските стойности на p показват отклонение между наблюдаваните и предсказаните честоти.

Източник: Обработка на SPSS v. 23 по данните на „Бизнес барометър 2025“.



Източник: Емпирично проучване „Бизнес Барометър 2025“, академичен проект финансиран от фонд Научни изследвания на УНСС, София.

Фигура 1: Предсказани шансове за категориите на зависимата променлива q19TR (очакванията за 2025 г.) според стойността на центрирания композитен индекс

Както вече бе отбелязано, композитният индекс, използван в регресионния анализ, е конструиран като сума от деветте оценки и варира в интервала от 9 до 27. Този широк диапазон прави индекса по-труден за директно онагледяване на преходите между категориите на зависимата променлива. Поради това индексът беше центриран около средната си стойност чрез изваждане на средната стойност от всяко наблюдение, като по този начин нулевата стойност на центрирания индекс съответства на средното равнище на изследваната характеристика. От фигурата се вижда, че с нарастване на стойностите на индекса шансът фирмата да попадне в по-висока категория на q19TR последователно се увеличава, докато шансът за принадлежност към най-ниската категория намалява.

Дискусия на резултатите

Емпиричните резултати потвърждават основната хипотеза, че по-високата оценка на текущото състояние на фирмата значително увеличава щанса за оптимистични очаквания относно бъдещото ѝ развитие. Конструираният композитен индекс демонстрира много добра вътрешна съгласуваност (Cronbach's Alpha = 0.881), което показва, че деветте индикатора надеждно измерват един и същ латентен конструкт – общото възприемано текущо състояние на фирмата. Това създава солидна методологична основа за последващия регресионен анализ.

Получените резултати са съвместими с разгледаните модели на адаптивно и екстраполативно формиране на очакванията, според които по-скорошният организационен опит получава по-голяма тежест. Те съответстват и на поведенческото допускане, че текущата оценка може да функционира като отправна точка при интерпретацията на бъдещите резултати. Анализът обаче не позволява да се разграничат непосредствено тези два механизма, тъй като не включва отделни измерители на адаптивно учене и когнитивни отклонения.

Първоначалното прилагане на ординална логистична регресия показва, че моделът като цяло е статистически значим и че индексът има силен положителен ефект върху очакванията. Въпреки това тестът за паралелни линии показа нарушение на предположението за пропорционални шансове ($p = 0.007$). Това означава, че ефектът на независимата променлива не е еднакъв при различните прагове на зависимата променлива, т.е. влиянието върху прехода от песимистични към неутрални очаквания се различава по сила от влиянието върху прехода от неутрални към оптимистични очаквания. При подобно нарушение използването на класически ординален модел би довело до осредняване и потенциално изкривяване на ефектите.

Поради това бе приложена мултиноминална логистична регресия, която позволява отделно оценяване на ефектите за всяко сравнение между категориите на зависимата променлива. Резултатите показват, че моделът е статистически значим ($\chi^2 = 75.789$; $p < 0.001$). Обяснителната му сила е умерена (Nagelkerke $R^2 \approx 0.103$), което означава, че около 10% от вариацията в очакванията може да бъде обяснена от преценката за текущото състоянието на фирмата. Макар този дял да не е висок, той е напълно съпоставим с емпирични изследвания на нагласи и очаквания, при които индивидуалните и контекстуалните фактори традиционно водят до значителна остатъчна вариация.

По-съществен е анализът на параметрите. При сравнение между „по-лоша“ и „по-добра“ перспектива коефициентът на индекса е отрицателен и силно значим ($B = -1.468$), като коефициентът на шанс $Exp(B) = 0.230$ показва, че увеличение на индекса с една единица намалява шанса за песимистични очаквания с приблизително 77%. Аналогично, при сравнение между „същата“ и „по-добра“ перспектива $Exp(B) = 0.293$, което означава около 71% намаление на шанса за неутрални очаквания при същото увеличение на индекса. Тези резултати демонстрират не само силата на ефекта, но и неговата асиметрия – влиянието върху преминаването от песимизъм към оптимизъм е по-изразено, отколкото при прехода от неутралност към оптимизъм.

Тази асиметрия е теоретично съвместима както с теорията за адаптивните очаквания, така и с поведенческите обяснения за ролята на когнитивните отклонения при формирането на очакванията. От гледна точка на теорията за адаптивните очаквания текущото състояние работи като основен сигнал за бъдещата траектория на фирмата: когато оценката е висока, управленците рационално екстраполират положително развитие. От поведенческа гледна точка обаче негативните оценки могат да активират по-силни емоционални реакции и склонност към избягване на риск, което води до по-рязко преместване към песимистични очаквания. Именно това може да обясни по-голямата чувствителност на песимистичната категория.

Следва да се отбележи, че тестовете за съответствие (Goodness-of-Fit) са статистически значими, което указва за отклонение между наблюдаваните и предсказаните честоти. При големи извадки обаче този резултат е често срещан и не подкопава тълкуваемостта на основните ефекти, особено когато те са стабилни и консистентни между различните сравнения.

Ограничения на изследването

Изследването има няколко ограничения. Първо, анализът е основан на данни от една изследователска вълна и установява статистическа връзка, но не позволява категорични причинни заключения. Възможно е очакванията да влияят върху начина, по който мениджърите оценяват текущото

състояние, или двете оценки да се определят от общи ненаблюдавани фактори. Второ, моделът включва само един обобщен предиктор и не контролира различията по размер, сектор, регион, възраст и финансово състояние на предприятията. Трето, както текущото състояние, така и очакванията са измерени чрез самооценки на един и същ респондент, което създава риск от общ методичен източник на вариация. Четвърто, непропорционалната извадка по размер на предприятията ограничава възможността описателните резултати да бъдат обобщени директно за всички фирми в страната. Пето, значимите тестове за съответствие показват, че мултиноминалният модел не обхваща напълно структурата на наблюдаваните данни.

Заключение

Настоящото изследване показва, че оценката за текущото състояние на фирмата е силен и статистически значим предиктор на очакванията за нейното краткосрочно развитие. Емпиричните резултати подкрепят хипотезата, че по-високите оценки значително увеличават шанса за оптимистични очаквания и намаляват шанса за песимистични и неутрални очаквания. Нарушението на предположението за пропорционални шансове при ординалния модел допълнително разкрива, че ефектът не е симетричен между различните категории, което оправдава използването на мултиноминална логистична регресия.

Комбинирането на теорията за адаптивните очаквания с поведенческите обяснения за ролята на когнитивните и емоционалните механизми позволява по-задълбочено разбиране на този резултат: управленците едновременно екстраполират текущото състояние на фирмата като рационален сигнал и го интерпретират през когнитивни и емоционални филтри. Практическото приложение е, че политики и управленски намеси, насочени към подобряване на реалното и възприеманото състояние на фирмите, могат индиректно да стимулират инвестиционна активност и икономически оптимизъм.

Бъдещи изследвания могат да разширят анализа чрез включване на допълнителни променливи и сравнения между сектори и региони, както и чрез тестване на по-сложни модели на очакванията.

Използвана литература

Barberis, N., Greenwood, R., Jin, L. and Shleifer, A. (2018). Extrapolation and bubbles. *Journal of Financial Economics*, 129(2), pp. 203-227.

Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., Mizen, P., Smietanka, P. and Thwaites, G. (2022). The impact of COVID-19 on productivity. *Oxford Review of Economic Policy*, 38(1), pp. 38-63.

Cagan, P. (1956).'The monetary dynamics of hyperinflation. In Friedman, M. (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 25-117.

D'Acunto, F., Hoang, D. and Weber, M. (2018). The effect of unconventional fiscal policy on consumption expenditure. *NBER Working Paper*, No. 22563.

Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Gennaioli, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (2018). *A Crisis of Beliefs: Investor Psychology and Financial Fragility*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), pp. 263-291.

Kőszegi, B. and Rabin, M. (2006). A model of reference-dependent preferences. *Quarterly Journal of Economics*, 121(4), pp. 1133-1165.

Nunnally, J.C. and Bernstein, I.H. (1994). *Psychometric Theory*. 3rd edn. New York: McGraw-Hill.

Shiller, R.J. (2019). *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Simon, H.A. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69(1), pp. 99-118.

Simon, H.A. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review*, 63(2), pp. 129-138.

Simon, H.A. (1957). *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*. New York: John Wiley & Sons.

Thaler, R.H. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton & Company.

Thaler, R.H. and Sunstein, C.R. (2008). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.

***

THE RELATIONSHIP BETWEEN FIRMS' CURRENT-CONDITION ASSESSMENTS AND EXPECTATIONS FOR THEIR SHORT-TERM DEVELOPMENT

Assist. Prof. Rumyana Jeleva, PhD
Department of Economics
University of National and World Economy
e-mail: rzheleva@unwe.bg

Abstract

This article examines the relationship between managers' assessments of their firms' current condition and their expectations regarding firm development over the following year. The analysis is based on data from 800 enterprises included in the 2025 wave of the University of National and World Economy's Business Barometer survey. Managers' assessments of the current condition are represented by a composite index constructed from nine organizational and economic indicators. An ordinal logistic regression model was initially estimated. Because the proportional odds assumption was violated, the results were subsequently verified using multinomial logistic regression, which allows the effect to be estimated separately for the different expectation categories. The findings reveal a statistically significant positive relationship: more favorable assessments of the current condition are associated with higher odds of optimistic expectations and lower odds of pessimistic or neutral expectations. The relationship is stronger when distinguishing pessimistic from optimistic expectations than when distinguishing neutral from optimistic expectations. The contribution of the study lies in the empirical measurement of this asymmetric relationship using data from Bulgarian enterprises.

Keywords: business expectations, current state of the firm, managerial attitudes, logistic regression, Business Barometer

JEL: C25, D84, D91, M21