

ОЦЕНКА НА ЕФЕКТИТЕ ОТ НЯКОИ РЕГУЛАТОРНИ РЕШЕНИЯ ЗА ФИНАНСОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

гл.ас. д-р Красимира Найденова

krassy_naydenova@ue-varna.bg

Катедра „Финанси”, ИУ Варна

Резюме: Капиталовият пазар в България не работи добре и не е полезен за националната икономика. Въпреки нормативна база, отговаряща на най-високите световни стандарти, компаниите не успяват да привличат капитал, а инвеститорите нямат достъп до качествени български финансови активи. Секюритизацията се представя единствено чрез изолирания сегмент на дружествата със специална инвестиционна цел. Банковият пазар е широк, но с концентрирана собственост и далеч от модерното банкиране, а пълната интеграция с европейския финансов пазар остава в неясното бъдеще.

Посочените слабости са резултат на неправилна или неефективна държавна намеса, представляват регулаторен провал и имат последствия - капиталов пазар, който не успява да генерира адекватни възможности за инвестиции за българския капитал и за финансиране на рисковите, но с висока добавена стойност проекти на компаниите, банкова концентрация с всички негативи върху вложителите, кредитополучателите и инвеститорите, неосъществена финансова интеграция с ефекти върху цялата национална финансова система и в крайна сметка колосални загуби на национален доход.

Ключови думи: регулаторен провал, капиталов пазар, „спящи акции”, банкова концентрация, секюритизация

JEL: G23

EVALUATION OF THE EFFECTS OF CERTAIN REGULATORY DECISIONS FOR THE FINANCIAL MARKET IN BULGARIA

Head Assist. Prof. Krasimira Naydenova, PhD

krassy_naydenova@ue-varna.bg

Finance Department, UE Varna

Abstract: The capital market in Bulgaria is not a working one and is not useful for the national economy. Despite the regulatory framework that meets the highest global standards, companies are unable to gather new capital and investors do not have access to quality Bulgarian financial assets. Securitization is presented only through the isolated segment of real estate investment trusts. The banking market is wide but concentrated in ownership and far from modern banking, and full integration with the European financial market remains unclear.

These weaknesses are result of ineffective government intervention, constitute a regulatory failure and have consequences - a capital market that fails to generate adequate investment opportunities for Bulgarian capital and to finance high value-added projects, bank concentration with all the negatives on depositors, borrowers and investors, unfulfilled financial integration with effects on the entire national financial system and ultimately, the colossal loss of national income.

Keywords: regulatory failure, capital market, „dorming shares”, bank concentration, securitization

JEL: G23

Въведение

Развитите икономики функционират ефективно само чрез съвременна финансова система. Неотменимите компоненти на тази система включват активен капиталов пазар, модерно банкиране и национално-отговорно правителство, управляващо разумно публичните финанси. Инвеститорите и спестителите, поради интеграцията на пазарите и наличните технологични възможности за моментален достъп, отчитат предимствата и проблемите на всички достъпни финансови пазари. Така инвестиционните решения се вземат не само в контекста на националната финансова, икономическа и политическа система, но и в този на чуждестранните пазари на капитал. Именно това решение насочва инвестиционни фондове към една или друга икономика.

Всички нови членове на Европейския съюз (след 1989 г.) се присъединяват без, на практика, функциониращ капиталов пазар. Чрез правителствена намеса тези страни, включително България, създават такъв пазар, с цел да стимулират и поддържат дългосрочен икономически растеж. Част от правителствените мерки, които в годините целят изграждане на цялостна национална финансова система, са програмите за капиталовия пазар, за приватизация, включително на банковата система и регулаторните инициативи. Важно място заема и пълната интеграция с европейските пазари. Тридесет години след началото на процеса резултатите потвърждават, че самото съществуване на регулиран пазар не е достатъчно да стимулира растежа (Durnev, Li, Mørck и Yeung (2003)). Качеството на капиталовата алокация остава ниско поради информираната търговия и сделките със свързани лица, част от проблема е концентрацията на собствеността. Ясно е, че правителствените опити за изграждане на комплексна финансова система в България и в другите нови европейски икономики се провалят, що се отнася до капиталовия пазар.

Проблемите при функционирането на капиталовия пазар се определят като особено сериозни за всяка икономика (Duisenberg, 2001). Собственият капитал под формата на акции е основен за възникването и успеха на новаторските фирми, а от тях се очаква да бъдат основните двигатели на поддържането на националния потенциал за дългосрочен растеж. Пазарите са по-добри от банките при финансирането на новите индустрии поради наличието на здрав сектор на частен рисков капитал (Allen и Gale (1999, 2000), цитирани от Allen, J. Qian и M. Qian (2002)). Наличието на пазари на ценни книжа е и предимство за банките с широка акционерна структура, точно поради възможностите да увеличават собствения си капитал и да подобряват ликвидността си чрез инвестициите и на други банки (Rousseau и Sylla (2003)). Важно е да се спомене и споделянето на риска при финансирането с публични емисии.

България - все още нова икономика¹ и демокрация - търпи всички ефекти на неразвитата финансова система. Капиталовият пазар разполага с изключително модерни нормативна и институционална база, но не работи добре. Пазарната капитализация е висока като процент от брутният продукт², но повечето

¹ Според ООН България вече е развита икономика със средни доходи, но в сравнение със старите икономики и демокрации, по критерий „време за развитие“, тя все още е твърде млада.

² Българският регулиран пазар включва не само сегмент „основен пазар“, но и „алтернативен“. Според данните към края на юли 2020 г. пазарната капитализация на основен пазар е малко над 8

акции са „спящи“. Банковата система може да се похвали със силни европейски инвеститори, но структурата на активите на банките почти не включва рискови финансови инструменти. Освен това, те не емитират и нови книжа, с което не помагат и за предлагането на качествени активи. България е част от Европейския съюз, всеки бизнес, включително инвестиционния, се регламентира от европейските директиви и регламенти, но интеграцията остава непълна поради факта, че националната валута е различна. Задачите, поставени от обществото, не са изпълнени въпреки въведените институции и правила и това е регулаторен провал.

Настоящото изследване не прави опит да разгледа националната финансова система на България в цялост, а да установи само някои от допуснатите грешки при създаването и развиването ѝ, както и някои от ефектите от тези грешки, най-вече за капиталовия пазар. Въведени като чуждестранен опит или обещаващи иновации, част от правителствените инициативи представляват регулаторен провал. Такива са изкуственото създаване на българския капиталов пазар чрез административното листване, продължаващото и днес пълно транспониране на най-новата и рестриктивна нормативна база за този пазар, държането на капиталовия пазар и институционалните инвеститори далеч от държавните проекти чрез липсата на секюритизация, извънредно силното пазарно присъствие на банките, концентрацията на банковата собственост и отказът от максимална интеграция в европейската финансова система чрез отлагане на присъединяването към Еврозоната³.

Обект на настоящото изследване са сегменти от финансовата система на България – капиталовият пазар и банковата система, както и някои нормативни актове, относими към капиталовия пазар, но в определен тесен аспект, а именно свързаността им с развитието и полезността на националния капиталов пазар. Предмет са последствията от правителствените провали с адресат националния капиталов пазар, измерени в цифри. Приложените подходи не са безспорни, самите последствия не са напълно квантифицируеми, не са и безусловни, но размерът на щетите получава известно, при това силно обезпокоително, числово изражение. Целта е открояване на някои от неблагоприятните ефекти от мерките, предприети в различните сегменти на финансовия сектор в България и достигане до обобщена, но приблизителна оценка, за мащаба на негативното им въздействие.

Избраният сегментиран подход предполага съществени ограничения на изследването. Основното произтича от разглеждането на много тесен аспект на функциите на финансовата система, а именно спестяванията и достъпа до капитал за частните субекти – бизнес и граждани, според възможностите за инвестиции във финансови инструменти и финансиране чрез капиталовия пазар. В този смисъл, изводите за качествата на различните финансови посредници и значението им за икономическия просперитет не са относими към платежната система, публичните финанси и централното банкиране - те не са обект на това изследване. По същия начин изведените ползи и негативи от поведението на финансовите институции са валидни единствено от гледна точка на достъпа до капитал и ефектите върху инвестиционния процес на капиталовия пазар.

милиарда лева, но тази на алтернативния, към края на второ тримесечие, доближава 20 милиарда лева (по данни от сайта на БФБ АД www.bse-sofia.bg; www.basemarket.bg).

³ България е в ERM II от юли 2020 г., но е редно да се спомене, че това се случва 12 години по-късно от възможното.

Зле работещият капиталов пазар, изкуствено създаден чрез административното листване, свръхрегулацията поради безотказното транспониране на рестриктивната нормативна база за този пазар, с източник САЩ и по-късно Европейският съюз, неприлагането на възможностите на секюритизацията, банковата концентрация и спряната интеграция в европейската финансова система чрез отлагане на присъединяването към Евророната, са част от последствията на правителствени решения. Те генерират ежегодни загуби, възлизащи на милиарди.

1. Проявления на регулаторен провал на българския капиталов пазар

1.1. Твърде много от нещо добро

От хоризонта на изминалите години могат да се установят поне няколко слабости при създаването на съвременната национална финансова система – зле работещ капиталов пазар, концентрирана банкова собственост, само частична интеграция с финансовата система на Европейския съюз, твърде комплицирана регулаторна база. Самата регулаторна база, от своя страна, се извежда и като една от причините за проблемите на българския капиталов пазар.

Терминът „регулаторен провал“ често се използва като синоним на държавен, правителствен провал. Регулациите се въвеждат от държавните органи, най-често чрез закони или правителствени комисии и агенции. Изключение са частните регулации, но и те са изисквани от определен нормативен акт. В изследването по-долу се използва терминът „регулаторен“, а не „държавен“ провал, поради факта, че крайните ефекти в повечето случаи са предизвикани от промяна или рецепция на правни норми, формиращи инвестиционната среда.

В България институциите избират да създадат капиталов пазар, който да отговаря на високите стандарти на най-развитите страни. Чрез този административен подход те поемат риска да въведат регулации, които не съответстват на интересите на бизнеса и задушават развитието, вместо да го стимулират (Моравенов, 2004). За разлика от наложените в кратък срок нормативни актове у нас, финансовите системи на развитите днес пазарни икономики се създават постепенно и от самите спестители, банкери, емитенти, посредници и институционални инвеститори. Те са изпитани от времето и имат на разположение правна система, която възниква по същия начин, чрез субектите, които я ползват. Новите икономики като България опитват да постигнат съвременни, модерни, полезни и надеждни правна, банкова и пазарна система отгоре надолу, чрез правителствени и парламентарни решения, трансфер на институции и рецепция на правни норми. Дългият път, краткото време и високата скорост на промените, както и изискванията за резултати от страна на обществото, бизнеса и чуждестранния капитал, естествено предполагат грешки. Допуснатите грешки, обаче, що се отнася до националната финансова система, имат и друг ефект - според Varth и Brumbaugh (1997) пазарните участници се приспособяват и постигат относителни конкурентни предимства, поради което всяка нова промяна среща отпор от тях. В аспекта на българския финансов пазар, слабостите при формирането му вече са фактор за успех на определени пазарни и инвестиционни стратегии, както за банките, така и за останалите инвеститори и рестартът изглежда още по-труден.

Свръхрегулацията е един от основните проблеми и в същото време е класическа проява на регулаторен провал. На финансовия пазар, според Coase (1937), регулаторният провал има две алтернативи – свръхнадзор и липса на

надзор. *Свръхнадзорът* представлява налагане на прекалено тежки регулации, което не е разходно ефективно и води до намаляване на размера на пазара и броя на сделките, съответно до ограничаване на предлагането на финансови услуги. Друг аспект на свръхнадзора е нарастването на броя на координираните трансакции, чрез които се увеличава и честотата на неправилните разпоредби, водещи до загуби. Страничен ефект е нарастването на корупционното поведение при прилагането на свръхрегулациите.

Регулаторният провал води до забранително високи трансакционни разходи (предотвратяващи сключването на сделка) и това се отразява пагубно на икономическото развитие и растеж, включително предизвиква пазарни несъвършенства (Седларски, 2008). Високите трансакционни разходи причиняват замръзване на капиталовия пазар и оттегляне и на инвеститорите, и на емитентите. В същото време, тези разходи произтичат и от регулациите, а самите регулации не би трябвало да затрудняват конкуренцията и достъпа на инвеститорите до възможности за сделки и трябва да покриват тестовете за ефективност на разходите по предоставянето и набавянето на важната информация (Frost, Gordon и Hayes, 2002).

Процесът на въвеждане на регулации изисква гъвкава преценка, която да се отнася за всеки пазар отделно и се усложнява поради глобалното изискване за хармонизиране на нормите, отнасящи се до защитата на инвеститорите. Хармонизацията, според Frost, Gordon и Hayes (2002) редуцира бариерите пред чуждите инвеститори и възприемането на стандарти на фондовия пазар винаги повишава пазарното качество. Несъвместимостта на националната институционална структура с институционалните системи на развитите пазарни икономики от една страна е вид регулаторен провал. От друга страна, основен проблем в процеса е сложността да се прецени доколко рецепцията на регулации е подходяща за съответния пазар. Прекомерната хармонизация също може да предизвика регулаторен провал.

Според Bruno и Claessens (2007) техническото пренасяне на норми от развитите към възникващите пазари може да се определи като *“твърде много от нещо добро”* (too much of a good thing). Според Litvak (2007) високите изисквания към публичните компании водят до делишването им или до регистрацията им на друг пазар, в друга държава. Това е причината да не се вижда подобрене, въпреки изравняване на стандартите за защита. Често добрите практики, формирали съответните рестрикции, не работят толкова добре на друг пазар, при други инвестиционни традиции, поради зависимостта от изминатия път. Ефектът от хармонизацията в такива случаи може да се квалифицира като свръхнадзор със съответните отрицателни последици.

Според Carpio (1995) възникващите пазари са рискови не само поради политическите фактори, но и защото са малки, а налагането на високи капиталови изисквания на тези пазари е опасно, тъй като изискванията са за големи и диверсифицирани икономики. Възможно е повишаването на границите на отговорността твърде високо да доведе до неоптимално предлагане на финансови услуги.

Свръхрегулацията се посочва като основен фактор за ниската ликвидност на капиталовия пазар, а оттам – и за ниската атрактивност. Измерването на щетите поради този фактор не е възможно, тъй като той е с твърде комплексно действие.

1.2. Неатрактивен капиталов пазар

Националният капиталов пазар на България не е полезен за икономиката, не само защото е свръхрегулиран. Изследователите аргументират полезността с термините „качество“, „ликвидност“ и „атрактивност“ и я обобщават като предлагане на капитал за компаниите и инвестиционни алтернативи за спестителите и държателите на фондове. Докато ликвидността се измерва количествено, атрактивността и качеството на пазара не се квантифицират с абсолютни показатели. Пазарното качество, според изследователите, е категория, включваща предлагането на достатъчно на брой финансови инструменти с адекватни съотношения на риска и доходността, както и възможностите за диверсификация. Атрактивността изисква както качествени книжа, така и пазарна ликвидност, но и стабилна бизнес, правна и политическа среда.

Най-трудно е да се измерят щетите, породени от неликвидния капиталов пазар, това е възможно единствено на база на ползите, които носи ликвидният. Неликвидният пазар на ценни книжа е продукт на административното листване⁴ и на твърде рестриктивната нормативна база⁵, но това са само две от проявленията на неправилната държавна намеса. Няма как, в този смисъл, да не се споменат причини като пълното унищожение на финансовата система след 1944 г. и периодът от 45 години след това, в който икономически активните граждани живеят извън категориите „цена на капитала“, „валутен курс“ и „изискуема възвръщаемост“. Не е без значение и периодът до средата на 1997 г., белязан от хиперинфлация и масови фалити, включително банкови.

Количественото измерване на пазарната ликвидност се представя чрез показателя „пазарна активност“⁶ в таблица 1. Нарастването на стойностите приключва в края на 2007 г. с въвеждането на първата директива за финансовите пазари и инструменти. Влошаването е в десетки пъти. Допълнително намаление на пазарната ликвидност следва от началото на 2018 г., когато влиза в сила втората директива за финансовите пазари и инструменти, както и няколко нови регламенти. Още в първите дни на действие на новите актове само средното нарастване на спреда при търговията с акции е над 7800%, а спредът е показател за микроликвидност. Стандартното отклонение на акциите от SOFIX расте средно с 38%, а това на индекса – с над 240%. Като мярка на инвестиционен риск, този показател също е от съществено значение⁷.

⁴ Проблемът е детайлно разгледан в: Найденова, К. (2018). Проблемът „Административно листване“. Известия, кн.2. стр.128-151.

⁵ К. Найденова изследва темата в: Naydenova, K. (2018). Built-in Problems in the New European Regulations for the Bulgarian Capital Market. Economic Studies, Volume 27, Issue 5. pp: 106-134; Найденова, К. (2020). Институционален аспект на пазарната ликвидност в България. <https://www.cceol.com/search/book-detail?id=829181>; Найденова, К. (2016). Свръхрегулациите като „поробител“ на българския фондов пазар. Сборник с доклади от 7-та международна научна конференция на катедра "Финанси" при УНСС на тема „Икономическата (не)свобода“, Издателски комплекс УНСС, с.176 – 183.

⁶ Показателят „пазарна активност“ (market activity) е изведен от Beck, Demirguc-Kunt и Levine (2009).

⁷ Новата директива от 2018 г. въвежда регламент, уреждащ прагове на ликвидност и стъпки на котирание, които се отразяват изключително негативно на неликвидния български пазар. Това, наред с влиянието на други нормативни актове, е предмет на изследване в: Naydenova, K. (2018). Built-in Problems in the New European Regulations for the Bulgarian Capital Market. Economic Studies, Volume 27, Issue 5. pp: 106-134.

Таблица 1
Стойности на показателя „пазарна активност”

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
0.08	0.15	0.31	1.06	2.08	3.39	10.56	2.55	0.96	0.75	0.66	0.71	1.74	0.84	0.41	0.37	0.60	0.49

Източник: собствени изчисления на база на данни от БФБ АД.

Данните в таблица 1 безспорно доказват ниската пазарна ликвидност на българския фондов пазар. Влошаването на показателите при споменатите по-горе събития също е факт.

Таблица 2
Сравнение на борсовите индекси DAX и SOFIX

	18.10.2018	Макс.ст-ст преди кризата от 2008	Мин.ст-ст след кризата от 2008	% изменение към 18.10.2018 спрямо max	% изменение към 18.10.2018 спрямо min
Германия	11883.25	7864.71	4260.14	51.10%	178.94%
България	616.07	1809.28	288.86	-65.95%	113.28%

Източник: собствени изчисления на база на данни от Investor.bg.

Освен пазарна ликвидност, инвеститорите изискват наличието на други характеристики, описващи един капиталов пазар като атрактивен. Една от тях е *привлекателността на пазара* чрез възвръщаемостта, измерена чрез стойността на представителните борсови индекси. Тази стойност е сред малкото количествени критерии, които могат да бъдат приложени. Измерването е на база дългосрочна възвръщаемост на активите, допълнителен аспект е достъпът до капитал за компаниите.

Таблица 2 дава сравнение на представянето на два борсови индекса – един от българския и един от немския фондов пазар и доказва загуба поради бавно възстановяване на ценовите нива от преди последната криза в размер на почти 66%. При пазарна капитализация в края на 2007 г. почти 29 млрд.лв., загубата на национално богатство⁸ е 19 млрд. лв. към октомври 2018 г. Пазарът в Германия е развит, но не е най-ликвидният в света, освен това е от банково-базирана финансова система. Сравнението с американския или британския пазар демонстрира още по-високо отклонение. Въпреки това, немският индекс е избран поради принципната близост с българската икономика по показателите базираност на финансовата система и принадлежност към един пазар и политически съюз.

Друг проблем за националната икономика, поради неатрактивния капиталов пазар, е *достъпът до капитал* за компаниите. Докато заемният капитал може да се достави не само от капиталовия пазар, за собствен капитал в големи размери този източник е единствен. В периода на повишаване на пазарната ликвидност и стабилни нива на възвръщаемост (до края на 2007 г.), привлеченият нов собствен капитал от българските компании е за над 400 млн. лв. или средно годишно 133 млн.лв. (таблица 3). След влошаването на

⁸ Изчислението е направено на база стойност на пазарната капитализация преди спада в индекса и процентния му спад. Отражава изчислената загуба в стойността на борсово търгуваните дружества в условията на пълно покритие на индекса с пазарния портфейл. В условията на неликвиден пазар реалната стойност на общата пазарна капитализация е различна.

ликвидността и срива поради кризата от 2008 г. българският пазар не предоставя такива възможности за привличане на нов капитал.

Административното листване, от друга страна, генерира дефект, наречен от пазарните участници с термина „спящи акции”, по същество представляващи „мъртва” акционерна собственост. Това са акции, чиято номинална стойност се оценява на 2 до 3 млрд.лв.⁹ и са притежание на над 2,5 млн. акционери. Тези дружества не разпределят дивиденди (в общия случай), книжата не се търгуват активно (в резултат не могат да бъдат обективно пазарно оценени) и на практика не могат да бъдат продадени на справедлива цена. Не е известно какво е качеството на управлението на тези компании, но при среден растеж на БВП¹⁰ 4,51% от 2002 г. до сега, собственост с оценка 2,5 млрд.лв. през 2002 г., би следвало годишно да генерира печалби от 113 млн. лв.

Таблица 3
Първични публични предлагания за 2007 – 2008 г.

Година	Компания	Размер на ППП в млн.лв.
2007	ПИБ	107.00
2007	Каолин	61.84
2007	КТБ	58.50
2006	Химимпорт	44.33
2007	Енемона	33.60
2006	Монбат	32.67
2007	Трейс Груп Холд	22.10
2007	Девин	18.30
2008	Агрия Груп Холдинг	15.40
2008	ЦБА Асет Мениджмънт	14.40
	общо	408.14

Източник: <https://www.investor.bg/analizi/361/a/10-te-nai-golemi-pyvichni-publichni-predlaganiia-v-istoriata-na-bfb-202411/>.

1.3. Неизползвани възможности за секюритизация

Ниско ликвидният, зле работещият и неатраактивен капиталов пазар, няма как да създаде възможности за *активна секюритизация*. По тази причина не се развива и активното непряко инвестиране в недвижими имоти и вземания, съответно пазарът остава непривлекателен за инвеститорите в дружествата със специална инвестиционна цел.

Секюритизацията е сред водещите тенденции в последните десетилетия и въпреки пострадалото реноме на метода поради кризата от края на 2008 г., остава

⁹ Номиналната стойност не е добър измерител, що се отнася до капиталовия пазар, но в случая не е възможен друг – много емисии са делиствани и нямат пазарна оценка, а значителна част от все още търгуваните са неликвидни, с епизодични сделки, поради което пазарното оценяване не е обективно.

¹⁰ Въпреки че се използва понятието „растеж”, „ръст” на БВП, изчисленията в цялата студия са направени чрез темп на прираст. Този показател изчислява скоростта на нарастване на икономическата система в процент спрямо предходния период, чрез $\frac{(GDP1-GDP0)}{GDP0}$.

единственият вариант за рефинансиране и генериране на фондове за нови инвестиции. За България проблемът е особено актуален поради необходимостта от сериозни инвестиции в инфраструктура¹¹.

Капитализацията на тръстовете за секюритизация на имоти в САЩ към септември 2018 г. е 1,058 трилиона долара¹². Българският БВП е едва 0,29% от този на САЩ, но съразмерно развитие на тези дружества би означавало пазарната им капитализация в България да е над 3 млрд. лв., т.е. три пъти по-висока от настоящата. При изискуема възвръщаемост от 3 до 5% за този сегмент, годишните печалби би следвало да са около 120 млн.лв. и това се отнася само за дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти.

Таблица 4
Теоретични инвестиции в инфраструктура

	БВП млн.лв.	Нарастване спрямо предходния период	5.6% от БВП, млн.лв.	FV, R=4.45% ¹³ , млн.лв.
2001	50 267	-		
2002	52 520	4.48%		
2003	55 334	5.36%		
2004	58 963	6.56%	3 302	5 815
2005	62 475	5.96%	3 499	5 899
2006	66 517	6.47%	3 725	6 013
2007	71 112	6.91%	3 982	6 155
2008	75 205	5.76%	4 211	6 232
2009	71 436	-5.01%	4 000	5 667
2010	74 771	4.67%	4 187	5 679
2011	80 759	8.01%	4 523	5 873
2012	82 040	1.59%	4 594	5 712
2013	81 866	-0.21%	4 585	5 457
2014	83 756	2.31%	4 690	5 345
2015	88 575	5.75%	4 960	5 411
2016	94 130	6.27%	5 271	5 506
2017	101 043	7.34%	5 658	5 658
				80 422

Източник: собствени изчисления на база на данни за БВП от НСИ.

¹¹ Проблемът е разгледан в Naydenova, K. (2017). Receivables Investment Trusts as an Alternative for the Participation of Institutional Investors in Infrastructure Projects. Izvestiya Journal of Varna University of Economics. 61(3). pp.291-302. Търговският кредит и проблемите на финансовата инфраструктура са разгледани в: Найденова, К. (2018с). Достъпът до финансовата инфраструктура като фактор за качеството на търговското кредитиране. Търговия 4.0 - наука, практика и образование: Сборник с доклади от международна научна конференция по случай 65 г. от основаването на катедра „Икономика и управление на търговията“ и 70 г. от създаването на специалност „Икономика и търговия“. Варна, Наука и икономика, стр.77 - 87.

¹² Данни от <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/reit-industry-financial-snap-shot>.

¹³ 4,45% е средното за периода нарастване на номиналната стойност на БВП от 2004 г. до края на 2017 г.

Алтернативното измерване на ефекта от отсъстващата секюритизация при имотите е възможно на база на наличната жилищна площ. По мнения на специалисти¹⁴, тя се оценява на 147 520 591 533 евро. Секюритизирането на дори 10% от тази площ би означавало активи на дружествата със специална инвестиционна цел в размер на близо 15 млрд. евро, което автоматично означава и рефинансиране на портфейлите на гражданите със същата сума.

Нереализиран потенциал носят и дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания. Редно е да се спомене, че тези дружества могат да опосредстват ежегодни търговски вземания за над 100 млрд.лв. (Найденова, 2018), което е допълнителен източник на доход за всички пазарни участници, както и алтернативен инвестиционен актив, иначе недостъпен за институционалните инвеститори.

В аспекта на финансирането на инфраструктурните инвестиции, изследване на McKinsey (2012) посочва нарастване на частните инвестиции в инфраструктура до 5,6% от БВП. Ангажирането изцяло на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания с рефинансирането на инфраструктурните компании, означава ежегодно предлагане на обезпечени книжа на стойност 5,6% от БВП. За периода от 2004 г. до сега пропуснатите такива инвестиции са в размер от 3,3 до 5,6 млрд.лв. годишно (таблица 4). Изчисленията не вземат предвид останалите възможности за секюритизация, а именно търговски кредит в размер на 46% от продажбите на фирмите.

Посочените цифри представят възможната доходност при пълно финансиране на необходимите инвестиции в инфраструктура и реализирана възвръщаемост от тях, равна на номиналното средно нарастване на БВП. В пропуснатия доход не се отчитат допълнителните ползи от повишаването на ликвидността на капиталовия пазар и рефинансирането на компаниите. Няма как да се отчете и потенциалното повишаване на възвръщаемостта при институционалните инвеститори, както и създаването на нови работни места.

1.4. Банкова концентрация

Банковата концентрация е в две измерения - концентрация на собствеността в българските банки и експозиция на националната икономика към една географска дестинация, що се отнася до собствениците на българските банки. Тези ефекти също водят до загуба на национален капитал¹⁵.

На първо място, сред измеримите последствия, са загубите поради високите лихви по кредитите за домакинства и нефинансови предприятия в първите години на кризата от 2008 г. Неизмеримият ефект в случая е загубата на конкурентоспособност – докато в резултат на политиките на големите централни банки за овладяване на последиците от кризата лихвените проценти на основните световни финансови пазари спадат до изключително ниски стойности и от тях се възползват фирмите и гражданите, то в България повишените нива в годините на кризата са проблем както за покупателната способност, така и за

¹⁴ Данните са от материали с публицистичен характер на: Медиапул. (2017). from <https://www.mediapool.bg/bogatstvoto-na-balgarite-shte-raste-zashtoto-e-v-depoziti-i-imoto-news145975.html>. и БНР. (2017). from <http://bnr.bg/radiobulgaria/post/100231294/kolko-e-bogatstvoto-na-bylgarite>.

¹⁵ Проблемът е разгледан в: Найденова, К. (2018). Банки или пазари (поглед върху полезността им за България по време на кризата от 2008 г. и след нея). Известия, кн.2. стр.128-151.

цената на капитала за бизнеса. Таблица 5 е опит за изчисление на реалната загуба за българските фирми и граждани.

Вторият комплексен ефект от *банковата концентрация* и пряко следствие от възможностите за поддържане на високи лихви по кредитите, е отказът на българските банки да секюритизират активи. По този начин капиталовият пазар остава без важен източник на предлагане на качествени книжа. Отсъстващият интерес на банките към наличните книжа, търгувани на регулирания пазар, също е проблем и лишава капиталовия пазар и от търсенето. Така слабият и неразвит капиталов пазар става причина за високите инвестиции на институционалните инвеститори в държавен дълг, както и в твърде високите нива на парични наличности.

Таблица 5
Обобщени теоретични ефекти на лихвените разлики¹⁶

Година	Euribor, 1 година, декември	Кредит, Euribor + 2	Лихви в България	Кредити на нефинансови фирми и граждани, млрд.лв.	Разлика поради лихвените нива, млн. лв.
2007	4.71	6.71	9.33	36.635	959
2008	3.92	5.92	9.82	48.348	1 885
2009	0.38	2.38	9.85	50.080	3 741
2010	0.61	2.61	9.37	50.692	3 429
2011	0.89	2.89	8.91	52.334	3 148
2012	0.57	2.57	7.86	53.808	2 844
2013	0.50	2.50	8.37	53.822	3 158
2014	0.33	2.33	7.26	49.487	2 440
2015	0.05	2.05	5.91	48.756	1 884
2016	-0.08	1.92	5.57	49.176	1 794
2017	-0.19	1.81	3.98	50.829	1 102

Източник: http://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIR_InterestRate/index.htm; <https://www.euribor-rates.eu> и собствени изчисления.

Консервативната структура на портфейлите, не само при банките, но и при другите институционалните инвеститори, е причина и за ниска доходност по управляваните активи. Инвестирането на привлечените средства в националната икономика би означавало по-висок доход, поне в рамките на ръста на БВП. Този ефект не се взема предвид при брутно изчисление на щетите поради несигурността на капиталовите печалби в краткосрочен аспект.

1.5. Отложено членство в Еврозоната

Общото мнение на изследователите, подкрепящи присъединяването на България към европейския валутен съюз, е че големите ефекти от това не се измерват цифрово. Това са пълната интеграция, намалението на политическия риск, повишаването на доверието. Лихвите по държавния дълг са възможен

¹⁶ Euribor+2 е избран като лихвен измерител на стандартен, дългосрочен кредит, достъпен за гражданите и малките фирми.

измерител, но те не обхващат комплексното действие на пълната интеграция, на принадлежността към тесния съюз и на възможността за влияние върху решенията на този съюз¹⁷.

Връзката между атрактивността на капиталовия пазар и принадлежността към еврозоната е още по-тясна. От най-голямо значение е изискването чуждестранните инвеститори да откриват позиции в български ценни книжа, като използват не евро, а български лева. Освен трансакционни разходи, те понасят и валутен риск. По-важно е, че нараства и отрицателният ефект на *home bias* – естественото нежелание да се излезе извън националния пазар и да се инвестира в чуждестранни активи. Непълната интеграция на капиталовия пазар също е фактор.

Сред измеримите ефекти са загубата от валутните сделки, изчислена на 178 445 160 лв., при това само от вноса и износа към ЕС, а загубите от курсови разлики са в размер на 3,6 млн.лв. от парите на българите в чужбина. Отделно, поради разликата в лихвите по държавния дълг, годишните загуби са в размер 82 711 200 лв. Горните цифри означават годишна загуба, изчислена към 2018 г., в размер на 264 756 360 лв. Освен посочените ефекти, които са ежегодни, трябва да се отчете и еднократният, а именно различните изискуеми нива на банковите минимални задължителни резерви, или еднократно освобождаване на 6,3 млрд. лева, които ще могат да се вляят в националната икономика под формата на кредити или финансови инвестиции.

Таблица 6
Обобщени теоретични ефекти

година	ежегодни ефекти млрд.лв.						еднократни ефекти млрд.лв.		общо за годината
	инфр.инв-и	ИРО	доход АДСИЦ имоти	курсони и лихвени разлики	спящи акции	банкова концентрация	загуба на пазарна кап-я	МЗР	
2007	3.98		0.12	0.26	0.113	0.959			5.44
2008	4.21		0.12	0.26	0.113	1.885			6.59
2009	4.00	0.133	0.12	0.26	0.113	3.741			8.37
2010	4.19	0.133	0.12	0.26	0.113	3.429			8.25
2011	4.52	0.133	0.12	0.26	0.113	3.148			8.30
2012	4.59	0.133	0.12	0.26	0.113	2.844			8.07
2013	4.58	0.133	0.12	0.26	0.113	3.158			8.37
2014	4.69	0.133	0.12	0.26	0.113	2.440			7.76
2015	4.96	0.133	0.12	0.26	0.113	1.884			7.47
2016	5.27	0.133	0.12	0.26	0.113	1.794			7.70
2017	5.66	0.133	0.12	0.26	0.113	1.102	19	6.3	32.69

Източник: собствени изчисления.

¹⁷ Проблемът е разгледан в: Найденова, К. (2018). Някои ефекти на българското не-членство в Еврозоната. Икономика 21, 2018 г., кн.2. стр. 177 – 192.

Таблица 6 обобщава цифрите, т.е. неслучилите се инвестиции и/или парите, които не са насочени към националната икономика като потребление. Освен ежегодните ефекти, в последната разглеждана година се прибавят и еднократните – загубената пазарна капитализация поради невъзстановения фондов пазар (19 млрд.лв.) и стойността на банковите резерви, надвишаваща изискваните при членство в Еврозоната (6,3 млрд. лв.). Посочените суми представляват загуба на богатство, принадлежало на акционерите (частни или институционални инвеститори) в случая с пазарната капитализация и пари, с които банките не оперират, в случая с минималните задължителни резерви.

В следващата глава се представят алтернативни изчисления на щетите от посочените проблеми. Използваните модели са семпли и прилагането им формира не точни резултати, а идея, концепция за възможните ефекти. При входни данни, които не може да бъдат прецизирани поради съществуването на проблемите и комплексността на ефектите, резултатите от прилагането на моделите са принципни и представят по-скоро важността и тежестта на щетите, а не точния им размер.

В света на финансите парите служат за инвестиции, а инвестициите би следвало да осигуряват възвръщаемост. В този смисъл отрицателните ефекти не са еднократни, а представляват загуба, много по-висока от стойността им, поради пропуснатите алтернативни ползи.

Разгледаните последици от решенията на българските правителства, обосновани от добрите намерения да се изгради модерна и полезна финансова система, отнесени към капиталовия пазар, представляват *регулаторен провал*. Оценяването на ефектите няма как да е комплексно, защото финансовата система е сложен механизъм, със значение за всички сектори на стопанския и обществения живот, но и с влияние на всеки от компонентите ѝ върху останалите градивни звена на системата. Изведените по-долу резултати са теоретични (възможни) и се отнасят само до преките, предполагаеми и некомплексни ефекти.

2. Измерване на ефектите

2.1. Прилагане на инвестиционния мултипликатор на Кейнс

Възможните инвестиции в националната икономика са фактор за растеж и този подход¹⁸ е известен като модела „Харод-Домар“. Основната роля в него е за натрупването на капитал, а заетостта, достиженията на научно-техническия прогрес и организацията се изключват. Важна част от модела е количествената взаимовръзка между спестяванията и потреблението, а именно системата мултипликатор-акселератор. *Мултипликаторът* отразява връзката на прираста на инвестициите и прираста на БВП, докато *акселераторът* – влиянието на нарасналия обем на brutния продукт върху размера на инвестициите. Установено е, че при нарастване на обема на brutния доход, инвестициите също нарастват и този ефект е наречен „принцип на акселератора“. Редно е да се отбележи, че съществуват множество други модели за растежа на brutния продукт, но инвестициите се отчитат като фактор във всички. Отчита се и нестабилността им, породена от неравномерността на технологичния прогрес, динамиката на печалбите, променливостта на очакванията.

Извеждането на действието на мултипликатора стъпва на аналитичното представяне на разполагаемия доход

¹⁸ Представянето на инвестиционния мултипликатор по-долу, както и на основните понятия, чрез които се извежда действието на мултипликатора, е според Владимирова и колектив (2015).

$$Y = C + S, \quad (1)$$

където с “Y” се означава целия получен доход и с цел опростяване се приема, че това е брутният продукт за затворена икономика без държавен сектор, с “C” се отбелязва потреблението, а с “S” – спестяванията. Съвкупните разходи, съставени от потребление и инвестиции, по определение са равни на дохода, следователно заместването на двете страни води до

$$C + S = C + I, \quad (2)$$

от което следва равенство на инвестициите и спестяванията. Инвестициите се представят като разлика между спестения доход и автономното потребление, а именно $I = -a + (1-c) \cdot Y$, или, решено спрямо Y

$$Y = a + I + c \cdot Y, \quad (3)$$

където с „c” се отбелязва склонността към потребление, а с „a” – задължителното потребление, което се осъществява независимо от дохода. След решение спрямо Y се получава

$$Y = (1/(1-c)) \cdot (a + I). \quad (4)$$

Мултипликаторът се извежда като

$$k = \Delta Y / \Delta A, \quad (5)$$

където “A” представляват всички разходи на домакинствата и фирмите ($A = a + I + c \cdot Y$). От това равенство следва и зависимостта на промяната на БВП от инвестициите и склонността към потребление, а именно

$$\Delta Y = k \cdot \Delta A, \quad (6)$$

като при промяна в парите на разположение има промяна и във възможните инвестиции или потребителски разходи.

Първото извеждане на мултипликатора е направено от Kahn (1931) (цитиран от Keynes, 1936) чрез потреблението и спестяванията,

$$k = \frac{1}{1-MPC} = \frac{1}{MPS}, \quad (7)$$

като в равенствата MPC е пределната склонност към потребление, а MPS - пределната склонност към спестяване.

Аргументирането на мултипликатора, според Keynes (1936), произтича от фундаменталното откритие, че ако склонността към потребление при различни хипотетични обстоятелства е приета за дадена и властите предприемат стъпки за стимулиране или не на инвестициите, промяната в заетостта (мултипликаторът според Kahn), ще бъде функция на нетната промяна на инвестициите. Той поставя и основните принципи на количествената връзка между нарастването на инвестициите и нарастването на заетостта.

От съществено значение при нарастването на дохода е по какъв начин това нарастване ще увеличи потреблението, т.е. как ще се разпредели между потреблението и спестяванията. При

$$\Delta Y = \Delta C + \Delta I, \quad (8)$$

можем да запишем, според Keynes (1936),

$$\Delta Y = k \Delta I, \quad (9)$$

като $(1-1/k)$ е равно на пределната склонност към потребление. Keynes отбелязва с “k” инвестиционния мултипликатор и този мултипликатор показва, че при нарастване на инвестициите с дадена сума, доходът ще нарасне със сума, „k” пъти по-висока от нарастването на инвестициите.

Инвестиционният мултипликатор не се приема еднозначно. Според Hartwig (2008) природата на мултипликатора е противоречива и на първо място е въпросът дали спестяванията и инвестициите са идентични или различни. Принципът на ефективното търсене е обединяващ и най-важното при него е определението за ефективното търсене като количествена реакция на реалния

доход, водеща до равновесие, равенство между спестяванията и инвестициите и може да се нарече мултипликационен процес.

Алтернативното представяне на Hartwig (2008) е чрез нарастването на потреблението

$$\Delta C = \frac{c}{1-c} \cdot \Delta I. \quad (10)$$

Според това виждане икономически значимата променлива не е инвестиционният мултипликатор $k=1/(1-c)$, а мултипликаторът $c/(1-c)$, който откроява различията между инвестициите и потреблението на инвестиционни и потребителски стоки и осигурява равенство между спестяванията и инвестициите. Този мултипликатор не се приема като динамичен процес, нито като логическа връзка между дохода и инвестициите, а като условие за равновесие между потребителските и инвестиционните стоки, съответно представя пълното възпроизвеждане. В допълнение, според Hartwig (2008), това представяне на мултипликатора позволява в анализа да се въведат и очакванията.

Bortis (2008) представя друга алтернатива - теоретичната критика на Garegnani (1983), в две посоки – монетарна и реална. Монетарната критика произтича от същността на парите – те не са само средство за разплащане, а и средство за запазване на богатството. Инвестициите са автономни и зависят от дългосрочните очаквания, а спестяванията зависят от агрегатния доход ($S = sY$), „s” е склонността към спестяване. Това води до най-простата формула за мултипликатор, а именно

$$Y = (1/s) \cdot I. \quad (11)$$

Bortis представя още две алтернативи - предложените от Kaldor ($I=S=-a+sY$) и ($Y=(1/s)(a+I)$). Ако планираните спестявания надвишат планираните инвестиции, търсенето на потребителски стоки намалява. Тогава възникват инвестиции, които са непланирани и неискани, с цел да се изравнят със спестяванията.

Moore (2008) обръща внимание на друго. Според него доходът се определя като спестявания и потребление, следователно тези две променливи са коинтегрирани, а мултипликаторът не е мигновен. Съществува процес на преминаване – инвестиции, нови производства, ново потребление и това трябва да се отчете. Промяната в инвестициите остава константна през периода на реализиране на инвестициите, само потреблението и доходът се променят, но в комплексната система производството, доходът, инвестициите и потреблението постоянно се променят. Инвестиционните разходи също не са константа и в определен кратък период няма мултипликационна връзка между инвестициите и дохода. В краткия период промяната в дохода е равна на промяната в инвестициите и в потреблението. Отбелязва се и друг проблем – голяма част от инвестиционните разходи се финансират чрез правителствените разходи, покривани от бюджетния дефицит, финансиран от банките.

Проблемът за действието на мултипликатора във времето се разглежда и от Bailly (2008). Според него Keynes (1936), в своята „Обща теория”, прави разлика между логическата теория на мултипликатора и теорията на мултипликационния процес на дохода чрез потреблението. Логическата теория без времеви лаг, във всички моменти на времето и разширяването на производството чрез инвестиции, което отнема много време, съответно води до нарастване на дохода впоследствие, са различни.

Въпреки критиките, инвестиционният мултипликатор на Keynes е основен инструмент за изчисление на влиянието на инвестициите върху националния доход. Поради тази причина в това изследване се залага на определението за инвестиционен мултипликатор на Keynes (1936), а именно:

$$\Delta Y = k\Delta I, \text{ като } k = \frac{1}{1-MPC}. \quad (12)$$

В следващите изчисления не се отчита действието на закона за намаляващата възвръщаемост при нарастване на съвкупното производство. Според този ефект първоначалното нарастване е прогресивно, след това пропорционално, и накрая се достига застой. Друго ограничение е отчитането на растежа на БВП поради действието на разглежданите фактори, без да се нетира към постоянни цени и без да се отчита инфлацията, т.е. използва се номиналният растеж. Реалният растеж, от друга страна, отчита количественото нарастване спрямо предходен период по постоянни цени. Въпреки че се използва понятието „растеж”, „ръст” на БВП, изчисленията са направени чрез темп на прираст. Този показател изчислява скоростта на нарастване на икономическата система в процент спрямо предходния период, чрез $\frac{(GDP_1 - GDP_0)}{GDP_0}$. Избраното опростяване е с цел единствено да се достигне до ориентируващо, грубо число за големината на ефекта и няма за цел точно квантифициране.

Освен изчисление на динамичния ред на пропуснатите инвестиции за националната икономика, изисква се и изчисление на пределната склонност към потребление MPC. Тя е равна на промяната в потреблението към промяната в дохода ($\Delta C / \Delta Y$). Алтернативното изчисление е чрез промяната в спестяванията при промяната в дохода, т.е. определяне на пределната склонност към спестяване.

Таблица 7

Изчисление на средната пределна склонност към потребление в България

Година	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
доход средно на лице, лв.	3 812	3 937	4 541	5 094	5 018	5 147	5 404	5 861
разход средно на лице, лв.	3 481	3 672	4 293	4 745	4 803	4 965	5 106	5 653
нарастване на дохода, лв.		125	604	553	-76	129	257	457
нарастване на потреблението		191	621	452	58	162	141	547
пределна склонност към потребление		1.53	1.03	0.82	-0.76	1.26	0.55	1.20
средна пределна склонност към потребление	0.80							

Източник: НСИ,

<http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/publications/StatBook2015.pdf>

<http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/publications/StatBook2017.pdf>

<http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/publications/StatBook2018.pdf>

В таблица 7 средната пределна склонност към потребление е изчислена на база на данни от годишниците на НСИ, чрез съотношението на нарастването на потреблението и на нарастването на дохода. Получената средна за периода 2010 г. – 2017 г. е 0,80, което е нормална стойност. Чрез стойността на пределната склонност към потребление се изчислява стойността на инвестиционния мултипликатор. Чрез този мултипликатор се измерва ефектът на пропуснатите ползи от паричните потоци, определени като алтернативно възможни на разположение на българските фирми и граждани – стойността на провала. При $MPC = 0,80$ за мултипликатора

$$k = \frac{1}{1-MPC}, \text{ се получава стойност } k = 5.$$

Прилагането на инвестиционен мултипликатор със стойност 5 към изчислените ежегодни и еднократни ефекти от таблица 6, е представено в таблица 8. Щетите от пропуснатите инвестиции в националната икономика поради ефектите на разгледаните проблеми, изчислени чрез инвестиционния мултипликатор на Кейнс, са на стойност 545 млрд. лева.

Таблица 8

Изчислени чрез инвестиционния мултипликатор пропуснати ползи

Година	Натрупани ефекти млрд.лв.	Възможно нарастване на БВП, млрд.лв.
2007	5.44	27.20
2008	6.59	32.97
2009	8.37	41.86
2010	8.25	41.23
2011	8.30	41.51
2012	8.07	40.35
2013	8.37	41.87
2014	7.76	38.81
2015	7.47	37.37
2016	7.70	38.48
2017	32.69	163.46
общо		545

Източник: собствени изчисления.

2.2. Прилагане на относителната теория за стойността на парите във времето

Теорията за стойността на парите във времето е класическа и представлява основа на финансовите калкулации. Като всички други теоретични постановки, тя също търпи развитие и изследователите привнасят нови аспекти. Такъв нов поглед върху стойността на парите във времето прави Auer (2015), чрез своята относителна, *релативистична концепция* (relativistic time concept). Неговият преглед стъпва върху теорията на относителността на Айнщайн, поточно върху постулата за различната скорост на времето. Важна част от виждането му е свързана със забавянето на времето (time dilation) - степента, до която времето върви по-бързо или по-бавно, според различните наблюдатели.

Ауег означава времевото забавяне с ζ и изчислява този фактор на времевото забавяне като

$$\zeta = T_b / T_a, \quad (13)$$

където T_b и T_a представляват различни продължителности на едно действие, например на живота, на две различни места. След като е установено различие във времето на два различни пазара, Ауег въвежда възвръщаемост, изчислена с отчитане на времевото забавяне i^* . Това е присъщият, реалният процент, лихва или доходност, след отчитане на фактора на времевото забавяне ζ :

$$i^* = (1+i)^\zeta - 1. \quad (14)$$

Като пример за относителността на времето за различните пазарни участници, Ауег дава различната средна продължителност на живота в различните страни. Съгласно проучване на СЗО от 2012 г., средната

продължителност на живота в най-развитите страни е 84.62 години при 52.50 за най-бедните. Това е фактор на времево забавяне със стойност

$$\zeta = 1.61 = 84,62/52,5$$

и означава, че когато е минал едва половината живот за хората от най-развитите страни, за тези от най-неразвитите е изминал над 80%. Ако се приложи формулата за изискуема доходност за инвеститорите, които живеят по-малко, то при 5% за пазара, на който хората живеят по-дълго, за пазара, на който хората живеят по-малко, тя ще бъде $(1 + 0.05)^{1,61} - 1 = 8,17\%$.

Таблица 9
Данни за БВП

Година	САЩ, млрд. долари		ЕС, млрд. долари		България, млрд. долари	
2010	14964		16987		50,61	
2011	15518	3,70%	18351	8,03%	57,42	13,46%
2012	16155	4,10%	17293	-5,77%	53,9	-6,13%
2013	16692	3,32%	18030	4,26%	55,76	3,45%
2014	17428	4,41%	18636	3,36%	56,73	1,74%
2015	18121	3,98%	16417	-11,91%	50,2	-11,51%
2016	18624	2,78%	16492	0,46%	53,24	6,06%
2017	19391	4,12%	17278	4,77%	56,83	6,74%
средно годишно нарастване		3,77%		0,46%		1,97%

Източник: <https://tradingeconomics.com> и собствени изчисления.

Прилагането на относителността при теорията за стойността на парите във времето за България, означава изчисление на нови, по-високи нива на изискуема възвръщаемост. За 2016 г., според Световната банка, продължителността на живота на средния гражданин на САЩ е 78,69 години, а този в България е 74,62 години. Средното ниво за ЕС е 78,5 години. Това означава, че факторът на времево забавяне е със стойност $\zeta = 78,69/74,62 = 1,06$ спрямо САЩ и $\zeta = 78,5/74,62 = 1,05$ спрямо ЕС.

Прилагането на относителната теория за стойността на парите във времето за България и САЩ означава, че след отчитане на фактора на времето забавяне, би следвало България да постига среден темп на нарастване

$$4\% = 3,77 * 1,06$$

(таблица 9). В сравнение с ЕС, при фактор на забавяне 1,05, темпът би следвало да е 0,48%. Тъй като България е сред страните в ЕС, чиито брутен продукт е сред най-ниските на човек от населението и се изисква изпреварващо нарастване на темповете на растеж спрямо ЕС, относителната теория се прилага с изискуема норма на нарастване, изчислена спрямо САЩ.

Таблица 10

Изчислени ефектите чрез относителната теория за стойността на парите във времето, до 2018 г. вкл.

Година	Натрупани ефекти млрд.лв.	Бъдеща стойност към 2018 г. при 4%, млрд.лв.
2007	5.44	8.37
2008	6.59	9.76
2009	8.37	11.92
2010	8.25	11.29
2011	8.30	10.92
2012	8.07	10.21
2013	8.37	10.19
2014	7.76	9.08
2015	7.47	8.41
2016	7.70	8.32
2017	32.69	34.00
Общо		132

Източник: собствени изчисления.

Таблица 10 представя резултатите – щетите от разгледаните проблеми, изчислени чрез относителната теория за стойността на парите във времето, са за 132 млрд. лева.

Двата метода изчисляват общия ефект при два различни времеви хоризонта. Инвестиционният мултипликатор представя брутния ефект върху националния доход, който ще се получи напред във времето, без да се фиксира период (по думите на Bailly (2008)) и този ефект е 545 млрд. лева. Изчислената стойност чрез относителната теория за стойността на парите във времето представя ефект от 132 млрд. лева до момента – възможната стойност след 11 години за пропуснатите инвестиции от 2007 г., за 10 години за тези от 2008 г. и т.н. Би следвало резултатите от двата алтернативни метода на изчисление да се приведат към един и същ период, за да се провери дали те дават съпоставими стойности.

При незададен брой години от метода на инвестиционния мултипликатор е трудно да се фиксира период за изчисление на бъдеща стойност на несъстоялите се инвестиции чрез относителната теория за стойността на парите във времето. Практиката на лицензираните оценители на цели предприятия и недвижими имоти е да използват настояща стойност нула за паричните потоци, генерирани от активите, предмет на оценката, след период от 45-50 години. Смисълът е в стойността на дисконтовия фактор – изчислена за дълъг период от време тази стойност клони към нула. Времеви период 50 години е твърде оптимистичен, що се отнася до експлоатацията на материални активи – те се амортизират по-бързо, дори в случаите на инвестиции в недвижима собственост. Като се вземе предвид факта, че инвестициите на съвременните компании в огромна степен са в технологии, както и в оборудване, изискващо агресивно амортизиране, то изглежда логично избраният период на приравняване да е по-къс, а именно 40 години.

Таблица 11 представя резултатите, изчислени чрез относителната теория за стойността на парите във времето, при изискуема възвръщаемост 4%, за избрания период от 40 години.

Таблица 11
Изчислени ефекти чрез относителната теория за стойността на парите във времето, период 40 години

Година	Натрупани ефекти млрд.лв.	Бъдеща стойност, 40 години, при 4%, млрд.лв.
2007	5.44	26.11
2008	6.59	31.66
2009	8.37	40.19
2010	8.25	39.59
2011	8.30	39.85
2012	8.07	38.74
2013	8.37	40.20
2014	7.76	37.26
2015	7.47	35.89
2016	7.70	36.95
2017	32.69	156.95
Общо		523

Източник: собствени изчисления.

Видно от резултатите в таблици 10 и 11, изчислените загуби поради регулаторния провал са твърде близки – 545 млрд. лева национален доход според метода на инвестиционния мултипликатор и 523 млрд. лева според относителната теория за стойността на парите във времето.

Заклучение

Разгледаните в това изследване проблеми на българската финансова система се отнасят най-вече до капиталовия пазар – неговата неслучваща се роля в националния просперитет и отнасянето му в раздела на незначимите модерни придатъци.

Капиталовият пазар е неликвиден, не генерира възможности за компаниите и инвеститорите, не предлага и решения за висок дългосрочен растеж. Новият капитал, на който българските компании не могат да разчитат, лишава националната икономика от големи проекти с висока добавена стойност. Инвеститорите и спестителите нямат достъп до качествени инвестиционни инструменти и вземат решения между две алтернативи – отрицателен доход по депозити и държавни ценни книжа и инвестиции в рискови книжа на чуждестранните финансови пазари. Вторият вариант предполага български инвестиции в ръста на други, значително по-развити икономики от нашата. Секюритизацията на практика е само дума, използвана в тесен кръг, но без възможности да осигури рефинансирането на банките, фирмите и големите национални проекти. Разгледаните слабости имат последствия – загуби за акционерите в неликвидните компании, загуби за икономиката поради недостиг на собствен капитал, загуби за инвеститорите поради липса на инвестиционни

алтернативи. На практика регулаторният провал, относим към капиталовия пазар, предизвиква институционален арбитраж, съответно бягство на българския капитал към по-добре работещите чуждестранни пазари.

Банковата концентрация има два аспекта – този на концентрираната собственост и този на огромната експозиция към една инвестиционна дестинация. Собствеността върху акциите в капитала на банките, която не е диверсифицирана, предполага отказ от алтернативите за финансиране през капиталовия пазар. Предполага и слаб капиталов пазар, лишен от примера на инвеститорите с опит и големи възможности. Експозицията на страната ни към банкови собственици най-вече от Европейския съюз означава изложеност на кризи с произход един пазар – кризата от края на 2008 г. потвърждава това. Отказът от модерно банкиране общо и от секюритизация в частност, от своя страна, лишава капиталовия пазар от едни от най-сериозните инвеститори и емитенти – банките.

Непринадлежността на България към Еврозоната генерира множество дискусии, но и някои безспорни проблеми. Сред тях е частичната финансова интеграция – нашият пазар изисква инвестиции във валута, различна от европейската. Това предполага разходи по превалутиране и валутен риск. Банките нямат авторитетен надзорен орган, нямат и кредитор от последна инстанция в пълния смисъл, а това означава по-висок системен риск. Нямат и достъп до евтините европейски пари и резултатът е по-високи лихви по кредитите. По-високият риск поради различната валута и липсата на общ европейски надзор е и фактор за по-високите лихви по държавния дълг.

Новината от лятото на 2020 г. за приемането на България в ERM II безспорно променя както банковото настояще, така и нивата на риск за инвестиции в страната ни. Икономическата криза поради затварянето на икономиките дава на България исторически шанс да „затвори” инфлацията в необходимия коридор, но това е само едно от изискванията за членство.

Известно е, че посочените последствия произтичат от правителствени мерки с добра цел – капиталовият пазар да отговаря на високите чуждестранни изисквания за защита на миноритарните инвеститори, големите европейски финансови групи да присъстват на националния пазар, да се предпазят националните финанси от вноса на кризи в трудни времена. Вероятно те постигат и положителни резултати, но отрицателните не е редно да бъдат negliжирани.

Методите на изследване са семпли, но показват размера на щетите. Изчислените загуби в национален мащаб, в резултат на провала на институциите при създаването на атрактивен капиталов пазар, са за над 500 млрд. лева и надвишават пет пъти brutния продукт на страната с най-нисък такъв на човек в Европейския съюз. Цифрата е огромна и изисква внимание.

Използвана литература

1. Владимирова, В., Якимова, И., Младенова, З. и колектив. (2015). *Макроикономика*. Стено. стр.159 – 161, стр.193, стр.210, стр.216. (Vladimirov, V., Yakimova, I., Mladenova, Z. i kolektiv. (2015). *Макроикономика*. Steno. Str. 159-161, str. 193, str. 210, str.216.)
2. Моравенов, М. (2004) *Развитие на фондовия пазар в България и насоки за подобряване на неговата ефективност*. Сиела, с.13. (Moravenov, M. *Razvitie na fondoviya pazar v Bulgaria i nasoki za podobriavane na negovata efectivnost*. Siela, s.13.)

3. Найденова, К. (2020). Институционален аспект на пазарната ликвидност в България. from <https://www.cceol.com/search/book-detail?id=829181>. (Naydenova, K. (2020). Institucionalen aspekt na pazarnata likvidnost v Bulgaria. from <https://www.cceol.com/search/book-detail?id=829181>.)
4. Найденова, К. (2016). *Свърхрегулациите като „поробител” на българския фондов пазар*. Сборник с доклади от 7-та международна научна конференция на катедра "Финанси" при УНСС на тема „Икономическата (не)свобода”, Издателски комплекс УНСС, с.176 – 183.
(Naydenova, K. (2016). *Svrahregulaciite kato “porobitel” na bulgarskiya fondov Pazar*. Sbornik s dokladi ot 7-ta mezhdunarodna nauchna konferentsiya na katedra "Finansi" pri UNSS na tema „Ikonomicheskata (ne)svoboda”, Izdatelski kompleks UNSS, s.176 – 183.)
5. Найденова, К. (2018). Банки или пазари (поглед върху полезността им за България по време на кризата от 2008 г. и след нея). *Известия*, кн.2. стр.128-151.
(Naydenova, K. (2018). *Banki ili pazari (pogled vŭrkhu poleznostta im za Bŭlgariya po vreme na krizata ot 2008 g. i sled neya)*. Izvestiya, kn.2. str.128-151.)
6. Найденова, К. (2018). Проблемът „Административно листване”. *Известия*, кн.2. стр.128-151.
(Naydenova, K. (2018). *Problemat „Administrativno listvane”*. Izvestiya, kn.2. str.128-151.)
7. Найденова, К. (2018). *Достъпът до финансовата инфраструктура като фактор за качеството на търговското кредитиране*. Търговия 4.0 - наука, практика и образование: Сборник с доклади от международна научна конференция по случай 65 г. от основаването на катедра „Икономика и управление на търговията“ и 70 г. от създаването на специалност „Икономика и търговия“. Варна, Наука и икономика, стр.77 - 87.
(Naydenova, K. (2018). *Dostapat do finansovata infrastruktura kato faktor za kachestvoto na targovskoto kreditirane*. Targoviya 4.0 - nauka, praktika i obrazovanie: Sbornik s dokladi ot mezhdunarodna nauchna konferentsiya po sluchai 65 g. ot osnovavaneto na katedra „Ikonomika i upravlenie na targoviyata“ i 70 g. ot sazdavaneto na spetsialnost „Ikonomika i targoviya“. Varna, Nauka i ikonomika, str.77 - 87.)
8. Найденова, К. (2018). Някои ефекти на българското не-членство в Евророната. *Икономика* 21, 2018 г., кн.2. стр. 177 – 192.
(Naydenova, K. (2018). *Nyakoi efekti na balgarskoto ne-chlenstvo v Evrozonata*. Ikonomika 21, 2018 g., kn.2. str. 177 – 192.)
9. Седларски, Т. (2008). Трансакционни разходи и икономически растеж. *Статистика* 2, с. 18-36.
(Sedlarski, T. (2008). *Transaktsionni razkhodi i ikonomicheski rastezh*. Statistika 2, s. 18-36.)
10. Allen, F., and Gale, D. (1999). Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation* 8, pp. 68-89.
11. Allen, F., and Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems, *MIT Press, Cambridge, MA*, p.8
12. Allen, F., Qian, J., and Qian, M. (2002). *Comparing China's Financial System*. from www.ssrn.com.

13. Auer, M. P. (2015). *Stranger Times: The impact of relativistic time concepts on the time value of money*. from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568257.
14. Bailly, J. (2008). Consumption, investment and the investment multiplier. *The Keynesian Multiplier*. Taylor & Francis e-Library, edited by Claude Gnos and Louis-Philippe Rochon, p.127.
15. Barth, R. and Dan Brumbaugh, R. (1997). *Development and Evolution of National Financial Systems: An International Perspective*. Latin American Studies Association. Meeting Guadalajara, Mexico, April 17-19, p.11. from <http://www.biblioteca.ciacso.edu.ar/ar/libros/lasa97/barthbrumbaugh.pdf>
16. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2009). *Financial Institutions and Markets across Countries and over Time*. Policy Research Working Paper 4943, The World Bank, 2009, pp. 4-46.
17. Bortis, H. (2008). The multiplier relation as the pure theory of output and employment in a monetary production economy. *The Keynesian Multiplier*. Taylor & Francis e-Library, edited by Claude Gnos and Louis-Philippe Rochon, p.60, 67.
18. Bruno, V., and Claessens, S. (2007). *Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing?* Paper presented to the World Economy and Finance Workshop, University of Amsterdam, October 2007, pp.1-50.
19. Caprio, G. Jr. (1995) *Bank Regulation: The Case of the Missing Model*. Conference volume Brookings/KPMG conference on the Sequencing of Financial Reforms, pp.109-260.
20. Coase, R.H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica* 4(16), pp. 386 – 405.
21. Duisenberg, W. (2001). *The role of financial markets for economic growth*. Speech delivered by Dr. Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, at the Economics Conference "The Single Financial Market: Two Years into EMU". from www.ecb.europa.eu: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2001/html/sp010531.en.html>.
22. Durnev, A., Li K., Morck, R. and Yrung, B. (2003). *Capital Markets and Capital Allocation: Implications for Economies in Transition*. from <https://pdfs.semanticscholar.org/5685/d9694ece9a92677f085f24550cdc8a77c25e.pdf>, p.42.
23. Frost, C. A., Gordon, E. A., and Hayes, A.F. (2002). *Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges*. from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355361, pp.1-51.
24. Hartwig, J. (2008). Three views of the multiplier. *The Keynesian Multiplier*. Taylor & Francis e-Library, edited by Claude Gnos and Louis-Philippe Rochon, p.10, p. 23.
25. Kahn, R. (1931). The Relation of Home Investment to Unemployment *Economic Journal*
26. Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
27. Litvak, K. (2007). Sarbanes-Oxley and the cross-listing premium. *Michigan Law Review*, 105, pp. 1857-1898.
28. *McKinsey Global Institute*. (2012). The Future of Long-term Finance: Backup Material, Report for Group of Thirty. from <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/financial-markets>.
29. Moore, B. (2008). The demise of the Keynesian multiplier revisited. *The Keynesian Multiplier*. Taylor & Francis e-Library, edited by Claude Gnos and Louis-Philippe Rochon, pp.120 – 122.

30. Naydenova, K. (2017). Receivables Investment Trusts as an Alternative for the Participation of Institutional Investors in Infrastructure Projects. *Izvestiya Journal of Varna University of Economics*. 61(3). pp.291-302.
31. Naydenova, K. (2018). Built-in Problems in the New European Regulations for the Bulgarian Capital Market. *Economic Studies*, Volume 27, Issue 5. pp: 106-134.
32. Rousseau, P. and Sylla, R. (2003). *Financial Systems, Economic Growth, and Globalization*. Globalization in Historical Perspective. p.374. from <http://www.nber.org/chapters/c9594>.

