

РАЗВИТИЕ И СЪСТОЯНИЕ НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Доц. д-р Йордан Йорданов
Икономически Университет – Варна

Увод

В дългосрочен план фондовият пазар насърчава икономическото развитие, като спомага за ефективното разпределение на ограничените ресурси на обществото. В допълнение пазарните цени на акциите и доходността осигуряват бенчмарк за оценка на разходите за капитал и възвръщаемост на инвестиционни проекти, дори ако такива проекти всъщност не се финансират чрез фондовите пазари. Тъй като фондовите пазари гледат напред, те също така предоставят история на промените във възгледите на инвеститорите за бъдещите перспективи на компаниите и икономиката. Така капиталовият пазар предоставя платформа за обмен на информация с оглед най-ефективното насочване на ресурсите и намаляване на транзакционните разходи. За да играе горните роли и да постигне тези идеали, капиталовият пазар трябва да бъде ефективно организиран и управляван с непрекъснат поток от поръчки около равновесните цени. Малко от нововъзникващите фондови пазари отговарят на този идеал. Преобладаващата част се характеризират с периодична търговия с относително малко акции, често държани от сравнително малка група инвеститори, явление, познато като „тънки пазари“ (thin markets). Тънките пазари се характеризират с несъвършенства и асиметрична информация и следователно те не могат да изпълняват адекватно своите функции за обработка на информация и сигнализация. Те могат да бъдат прекалено волатилни и в крайна сметка са уязвими на манипулация на цените от малка група вътрешни лица. В действителност има изобилие от доказателства, че фондовите пазари са неефективни в определени ключови отношения и могат да бъдат изложени на висока волатилност и спекулативни балони.

Обект на изследване са инвестициите в акции на капиталовите пазари, а предмет – потенциалът и пречките за развитие на организирания пазар на акции. Основните цели са да се оцени динамиката на основните показатели, характеризиращи активността на първичния и вторичния пазар на акции и се открият факторите за повишаването ѝ. За реализирането на целите са поставени следните задачи:

- Характеризиране на процеса на най-новата история на капиталовия пазар в България и свързаната с това масова приватизация;
- Анализ на основните фактори за развитие на капиталовия пазар на базата на научната литература;
- Проследяване динамиката на пазарната капитализация, оборота и новоформиран капитал (IPO) през последните две десетилетия;
- Анализ на баланса на финансовите активи по инструменти и участници.

Изследователската теза постулира, че за развитието на директното посредничество (пазарът на акции) в България е налице значителен потенциал, но развитието му е възпрепятствано от редица фактори, отнасящи се до институционалната рамка на правата на собственост, корпоративното управление и високата концентрация на собственост на листваните компании. В изследването са приложени следните научни методи: методът на индукцията и дедукцията; методът на анализ и сравнение; трендов анализ на базата на динамични и вариационни редове.

Настоящата студия представя хронология на възникването на фондовите пазари по света и най-новата история у нас, литературен обзор на факторите, които са в основата на развитието на капиталовите пазари въобще с критичен анализ на някои от тези фактори за българската среда. Анализът на паричните потоци предоставя рамка за определяне на мащабите на българския капиталов пазар – основните „играчи“ и диспозицията на основните активи с акцент на директното финансово посредничество, противопоставено на косвеното финансово посредничество.

1. Възникване и най-нова история на фондовата борса у нас

Съвременните фондови борси по един естествен еволюционен път произтичат от стоковите борси.¹ Фондовите борси възникват значително по-късно – през 19 век, като главната причина е преходът към акционерна форма на корпорациите. Но още през 1605 г. за първи път в Амстердам се провежда редовна търговия с акции на наскоро основаната Холандска източно индийска компания. По-късно в борсовия оборот се включват и първите холандски държавни ценни книжа.

¹ Първата фондова борса е създадена в Амстердам, като търговията се осъществява в създадената през 1530 г. стокова борса. (Вж. *Stringham, Edward (2003). "The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam". Quarterly Review of Economics and Finance. 43 (2), p. 324.*

Световните географски открития, Новият свят, Индия, развитието на мореплаването вдъхновяват много търговци да започнат бизнес. Но това изисквало значителен капитал, който нито един търговец не е бил в състояние да осигури. В резултат на това групи инвеститори обединяват спестяванията си и стават съсобственици с индивидуални акции в бизнеса си, за да сформират акционерни дружества. И не само това. Акционерната собственост позволява на акционерите удобно да купуват, продават и търгуват своите акции с други акционери и инвеститори.

Идеята била толкова успешна, че емитирането и търговията с акции се разпространява и в други държави като Португалия, Испания и Франция. В крайна сметка тази практиката достига до Англия. Търговията със страните от Новия свят нараствала и така са били започнати редица търговски начинания. Други индустрии по време на индустриалната революция започнали да използват идеята като начин за генериране на начален капитал. Притокът на капитали от търговията с Новия свят спомага за растежа на съвременното индустриално производство.

Тази форма на организация на бизнеса дава възможност и за управление на риска. Както индийският *Imperial Gazetteer* съобщава, най-ранните британски пътувания до Индийския океан са били неуспешни, много от корабите изчезват в океана, а собствеността на инвеститорите – конфискувана от кредиторите. Това дава идея на група лондонски търговци да създадат корпорация през септември 1599 г., която да ограничи отговорността на всеки член до сумата, която те лично са инвестирани. Ако плаването се провали, нищо повече от тази сума не може да бъде законно конфискувано. Кралицата дала на търговците петнадесетгодишна харта през 1600 г., наричайки тяхната корпорация „Губернатор и компания на търговци от Лондон, търгуваща с Източна Индия“ (или просто „Източноиндийската компания“). Ограничената отговорност се оказала успешна и Крал Джеймс I предоставил харти на повече търговски компании до 1609 г., за да стимулира растежа на бизнеса в други, граничещи с океана европейски държави.

Все пак Холандската източноиндийска компания е била първата, която разрешава на външни инвеститори да закупят акции с право на фиксиран дивидент от печалбите на компанията. Тя е била и първата компания, която емитира акции и облигации за широката публика чрез Амстердамската фондова борса през 1602 г.

Подписката за капитала е била голям успех: само в Амстердам се регистрират 1143 инвеститори на стойност 3679915.6 холандски гулдена. Според клауза на първата страница на книгата за подписката на акциите на VOC (Холандска Източно-индийска компания, *Verenigde Oost-Indische Compagnie*) акционерите могат да прехвърлят своите

акции на трета страна. На същата тази страница е била установена процедура за регистриране на прехвърлянето на акции: купувачът и продавачът трябва да отидат в офиса на източноиндийската компания, където счетоводителят прехвърля дяла от продавача към сметката на купувача в капиталовата книга, след като двама от директорите на компанията одобряват прехвърлянето (Petram, 2011).

Тези ясни правила за собственост и прехвърляне на собственост намаляват инвеститорската колебливост при търгуването на акции, които съществували само на хартия. Следователно пазарната търговия започва веднага след като подписката е приключила.

Прави впечатление опростената процедура в тази безкомпютърна ера. Разбира се, изпълнението на сделките е била доста по-бавна отколкото сега, но и транзакционните разходи е вероятно да са били доста по-ниски при липсата на брокери, централни депозитари и т.н. Разбира се, съвременната търговия на акции налага съществуването на горните институции, но последното е оправдано само при развитието на определено минимално ниво на активност на първичния пазар и търговия на вторичния такъв.

„...фондовият пазар се развива през годините на търговски и интелектуален кипеж. Има няколко условия, които трябва да бъдат изпълнени, преди да възникне специализирана група дилъри на акции. Преди да се създаде редовен пазар, очевидно трябва да има значителен обем ценни книжа, чиято собственост е доста широко разпръсната; трябва да има достатъчен брой заможни мъже и жени, които желаят да държат част от имуществото си във финансови активи, а не в бизнес или недвижими имоти; развитието на пазара също ще бъде значително подпомогнато, ако законът признава прости процедури за прехвърляне на правото на собственост; ако акциите са с удобен и сравнително малък номинал и ако има банкова система за осигуряване на плащане.“ (Morgan and Thomas, 1969).

Много компании от 16-ти и 17-ти век са създадени от малки групи и капиталът им е разделен на малък брой акции, всяка от които с доста висок номинал. Ако е необходим допълнителен капитал, той се посреща не чрез емитирането на повече акции, а чрез допълнителна покана към съществуващите акционери. (т.е. – „емисия по право“). Този инструмент е непознат в началото на най-новата ни история на капиталовите пазари, което е една от причините за допълнителната концентрация на собственост понастоящем, както и обезкуражените от разводняването инвеститори.

След Освобождението на България от турско робство на 03.03.1878 г. започва изграждането на институциите и правната рамка

на Княжество България. Естественото продължение на тези процеси е създаването на правни основи на пазара на ценни книги и на борсово законодателство в България – законотворческа дейност, която се развива в края на XIX и началото на XX в. Със Закона за търговско-индустриалните камари в България, обнародван в Държавен вестник, бр. 21 от 27.01.1895 г., по силата на чл. 11 (д) последните получават правомощия да инициират и създават „заведения, чрез които има да се постигне подобрене на търговията“ (под заведения да се разбира включително и борси). През 1897 г., с приемането на първия Търговски закон, обнародван в Държавен вестник, бр. 114 от 29.05.1897 г., се регламентира дейността на акционерните дружества, облигациите, търговските сделки с ценни книги и посредническия договор.

Едва през 1907 г. Законът за търговско-индустриалните камари от 1895 г. претърпява промени и в новата му версия текстът на чл. 5 е допълнен като в него вече е използвана думата борса. През същата година, след промяната на Закона за търговските камари, е приет и първият Закон за борсите в България, утвърден с Указ № 49 от княз Фердинанд I на 27.01.1907 г., гласуван и приет от Народното събрание на заседанието си на 27 януари и обнародван в Държавен вестник, бр. 51 от 08.03.1907 г. На базата на този закон функционират и първите стокови борси в страната във Варна и Бургас, а по-късно и в София (Иванчев, 2014).

На 15 април 1914 г. с царски указ №7 се разрешава учредяването на първата фондова борса в България – Софийската фондова борса. Според указа Софийската фондова борса е тържище, където се срещат членове на борсовата корпорация и борсови посредници за покупка и продажба на публични и частни ценни книжа. Софийската фондова борса започва реална дейност през януари 1918 г, като първоначално на нея се търгуват акциите на 21 дружества. През 1922 г. е приет Правилникът на борсата, в който се регламентират нейното управление и устройство, изискванията за членство, както и редът и начинът на провеждане на борсовите сесии.

Работата на Софийската фондова борса е прекъсната за около 3 години в периода ноември 1925 г. – септември 1928 г. По време на Световната икономическа криза от 1929–1933 г. борсата работи символично поради фалита на много компании и липсата на достатъчно сделки. След края на кризата борсовата търговия се активизира, търгуваните обеми се увеличават, а на фондовата борса са листвани около 30 дружества.

Дейността на Софийската фондова борса е прекратена през 1947 г. със Закона за банките. Българският капиталов пазар възобновява свое-

то съществуване с приемането на Търговския Закон през 1991г.² Първата българска фондова борса е открита на 8 ноември 1991 г. и започва да действа през май 1992 г. През същата година е основана друга фондова борса – Софийска фондова борса, последвана и от други в цялата страна, като до 1994 г. общият им брой е около 20. Пазарът в България е нерегулиран и функционира без ясни правила до приемането на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества през юли 1995 г.

В общоикономически план този период се характеризира с нарушаване на външнотърговските връзки в рамките на бившия Съвет за икономическа взаимопомощ (СИВ), криза с външния дълг и политическа нестабилност.

В съответствие с изискванията на новоприетия Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества,³ който урежда по-детайлно инвестиционната материя, се създава Комисия по ценни книжа и фондови борси (КЦКФБ). В края на 1995 повечето регионални борси се обединяват в „Българска фондова борса“ АД, но влялата търговия се преустановява до спазването на изискването на КЦКФБ, емитентите да публикуват проспекти. Търговията с ЦК се възстановява след като борсата получава лиценз от КЦКФБ. Първата търговска сесия се провежда на 21.10.1997 г. Първоначално търговията е концентрирана на Свободен пазар, където се търгуват акциите на дружествата, участвали в първата вълна на масовата приватизация. В началото на 1998 г. започва търговия и на Официален пазар, като през 1999 г. общият брой на търгуваните дружества е 859. Този факт става благодарение на започналия процес на раздържавяване на българските компании чрез масова приватизация, чиято първа вълна се свързва с появата на приватизационните фондове. Практиката на тези фондове обаче опорочава централната идея, поради която инвестиционните фондове възникват, а именно – диверсификацията на специфичния за отделните ценни книжа риск. Управите на приватизационните фондове се стремяха да придобият контролен пакет от собствеността в няколко приватизирани държавни предприятия, вместо да разпределят набрания капитал в много и разнообразни фирми. Нещо повече, освен придобиването на контролни пакети, приватизационните фондове се стремяха към контрола върху определени подотрасли на националната икономика, поемайки високи нива на специфичен риск. От 3 милиона участващи в масовата привати-

² Българска фондова борса, ЗА БФБ, ИСТОРИЧЕСКО РАЗВИТИЕ, <https://www.bse-sofia.bg/bg/history> (посетена на 2/11/20, 18.22 ч.)

³ Обн. ДВ. бр.63 от 14 Юли 1995 г.

зация 2,6 милиона – или 80 процента, преотстъпват акциите си на приватизационните фондове. В резултат на това тези фондове придобиват част от най-добрите промишлени предприятия на цена между една десета и една стотна от реалната им стойност.⁴ Както подчертава Александър Томов: „Накратко, около 300 фамилии присвоиха на безценица над една трета от цялата икономика“ (Томов, 2009). По-късно (краят на 90-те години) повечето от тези фондове се преобразуваха в инвестиционни дружества по Закона за публичното предлагане на ценни книжа или като холдинги по Търговския закон.⁵ В резултат на това от 81 приватизационни фонда 52 са станали холдинги и 6 – инвестиционни дружества, някои от които търгуват акции на борсата. Други 17 бивши приватизационни фонда са били преобразувани в холдинги, но вече не са публични дружества, т.е., акциите им не се търгуват на фондовата борса. Девет приватизационни фонда са ликвидирани или са в процес на ликвидация (Денчева, Р., 2019).

Междувременно учредителите на приватизационните фондове, прилагайки схеми на сливане с други дружества (обикновено с преувеличена стойност на капитала), успяват да установят контрол в приватизационните фондове, а обикновените акционери от първата вълна на масовата приватизация се превръщат в маргинализирани миноритарни собственици. Така, неуспешната *масова* приватизация, предхождана от пирамидалните схеми от 1994–1995 г., доведе до отблъскване на дребните инвеститори от инвестиционните фондове и фондовите пазари като цяло.

Каква беше идеята на „раздържавяването“? Очевидно, целта на тази икономическа мярка бе, гражданите на държавата (населението) да се превърнат в капиталисти като една част от натрупаните по времето на социализма „фондове“ преминават в частни ръце на гражданите, като с това се създадат условия за „равен старт“. Този равен старт обаче е опорочен от инфлацията през 1991, стопила спестяванията на населението. Наред с това следва втори масов грабеж (кризата и инфлацията през 1996/7 г.), който тотално стопява, което е останало от натрупаните спестявания на гражданите. Така се създават предпоставки, неинвестираните приватизационни бонове да бъдат изкупувани с огромни отбивки от номинала, а за тези, които са вече инвестирани – стойността им да бъде

⁴ Сугарев, Е. Масовата приватизация и нейните масирани грабежи <http://www.corruptionbg.com/Masovata-privatizaciq-i-neinite-masirani-grabeji> (посетено: 30/10/20, 15.33 ч.)

⁵ ЗАКОН ЗА ПРИВАТИЗАЦИОННИТЕ ФОНДОВЕ, обн. ДВ, бр. 1 от 2 януари 1996 г., § 4. (Изм. - ДВ, бр. 114 от 1999 г.) от Преходни и Заключителни разпоредби.

разводнена от преобразуваните в холдинги приватизационни фондове. Третият грабеж⁶ – напълно законен.

„Социално ориентирана се оказа и приватизацията. Правителството на Виденов “измисли” и така проведе масовата приватизация, че почти никой не разбра, че е получил права върху бившите държавни активи, освен управителите на приватизационните фондове. Неговото правителство разписа в закон и феномена РМД, но не му остана време да го приложи в живота (б.а., по време на управлението си). Това направи следващото правителство, този път на СДС.“ (ИПИ 2008)

Феноменът „РМД“ (Работническо-мениджърски дружества) е в основата на втората вълна на масовата приватизация. Работническо-мениджърската приватизация е процес, при който работещите в едно държавно предприятие стават негови собственици. Такава форма на приватизиране е съществувала още през 1993–94 г., но масовост получава през 1998 г. при правителството на СДС с министър-председател Иван Костов. Основната част от мажоритарните пакети, предлагани на централизираните публични търгове, се изкупуват от работно-мениджърски дружества (РМД), създадени за тази цел. Освен в инвестиционни бонове, плащането може да се извърши и в лева или в компенсаторни инструменти,⁷ като 1 бон отговаря на 1 лев и съответно 1 компенсаторен инструмент. Интересното е, че поради ниския интерес, въпреки доста изгодните условия като изплащане на част от активите под формата на заем от държавата през следващите 10 години, основни кандидати в търговете са действащите ръководства на приватизиращите се фирми. Както пише в „Капитал“: „В доста от предизборните програми на сегашните управляващи (СДС, б.а.) имаше остра критика на провежданата от БСП работническо-мениджърска приватизация. Веднага след като дойдоха на власт, управляващите осъзнаха безизходността на ситуацията да се приватизира бързо в страна с неблагоприятен климат за външни инвестиции и липса на вътрешни ресурси. Така от нещо вредно РМД се превърна почти в панацея – единственият сигурен начин токущо назначените хора в бордовете на държавните предприятия да бъдат и техни собственици. Това беше и единственият що-годе пазарен начин да се възмездяват активите на новосформираната партия по места.“ (Здравкова, Манчева, 1998).

⁶ Не може да не се отбележат още и финансовите пирамиди през 1992–1994 г., както и фалитът на търговските банки през 1997 г.

⁷ Поименни компенсационни бонове, жилищно-компенсаторни записи и компенсаторни записи.

2. Фактори за развитие на фондовата борса

Li and Ellefsen (2004) посочват следните характеристики на нововъзникващите капиталови пазари, които ги отличават от развитите капиталови пазари: Първо, размерът на финансовия им пазар спрямо техните икономики като цяло е сравнително малък в сравнение с развитите страни. Второ, пазарът не е отворен за всички. Чуждестранните инвеститори са ограничени. Има ограничение на собствеността. На трето място, съществуват пазарни неефективности на развиващите се пазари, поради това, че новата информация не се отразява бързо в цените на ценните книжа. Четвърто, политическата среда в част от нововъзникващите пазари е много нестабилна. Пето, ликвидността на пазара в развиващите се пазари е ниска, което е повод за загриженост за мобилността на капиталите. Възможно е да се изрази съгласие с горните характеристики с изключение на втората спрямо капиталовия пазар в България.

Goldsmith (1969) изследва съотношението на активите на институциите спрямо БВП и продукцията на човек на 36 държави както от развитите, така и от развиващите се страни в продължение на 100 години. Резултатите на Goldsmith сочат, че (с някои изключения) периодите на по-бърз растеж в икономиката се съпътстват от ускорен темп на финансово развитие. Levine (1990) показва, че фондовите пазари ускоряват растежа, като улесняват способността да търгуват собствеността на фирмите, без да нарушават производствения процес, протичащ във фирмите, и позволяват на инвеститорите да държат диверсифицирани портфейли.

Chuppe and Atkin (1992) твърдят, че информационните асиметрии изобилстват на финансовите пазари. Изискванията за оповестяване на публичните компании трябва да гарантират, че финансовата информация е достъпна за инвеститорите по начин, който улеснява междуфирмените сравнения. Pardy (1992) и Pagano (1993) потвърждават необходимостта от адекватно разкриване на достатъчно информация от компании, които желаят да наберат средства от обществеността. Това разкриване ще улесни повишеното доверие на инвеститорите на фондовите пазари. В развиващите се пазари има много пречки пред разпространението на информация и на тези пазари се откриват дълбоки асиметрии. Търговията с вътрешна информация е често срещана и има тенденция да дестабилизира фондовия пазар, особено там, където финансовата система е административно контролирана (Kumar and Feldman, 1995; Chuppe and Atkins, 1992). Също така проучване на Cheung и Krinsky (1994) потвърждава подценяването на ценни книжа от инвестиционни банки в среда на информационна асиметрия. Farooq и Hamouda (2016)

изследват синхронността на разкриването на информация от страна на компаниите, листвани на пазара в Индия. Резултатите показват, че възвръщаемостта на фирмите с висока синхронност на разкриване на информацията (своевременно разкриване на информацията, когато събитието е факт) е водеща за възвръщаемостта на фирмите с ниска синхронност.

Правната и в по-широк контекст институционална среда играят важна роля за развитието на финансовите пазари. Законите и механизмите за прилагането им, защитата на инвеститорите, правата на собственост и изпълнението на частните договори, са от решаващо значение за адекватното функциониране на финансовите пазари. Емпиричните данни (Modigliani & Perotti E., 1997, La Porta, Lopez - de Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000, Muravyev, 2013) показват, че регулациите, които защитават кредиторите и малцинствените инвеститори, са свързани с по-дълбоки и по-активни финансови пазари, по-правилно ценообразуване, по-ниска концентрация на собствеността и контрола, по-висок коефициент на изплащане на дивиденди. В емпирично проучване за Бразилия, Beck (2000) отбелязва, че правната среда е първата пречка за развитието на финансовата система. Бек установява силна връзка между финансовото развитие и правната среда. До подобен извод достига и Levine (1999). Demirgüç-Kunt и Levine (1993) противопоставят традиционните характеристики на фондовия пазар, включващи пазарна капитализация, количество нови емисии на акции, брой регистрирани компании и оборот на институционалните характеристики, включващи регулирането, правилата за прозрачност и разкриване на информация, разходите за търговия и накрая характеристиките на цените на активите. Тази дихотомия осигурява основите на план за въздействие върху ключовите области, затрудняващи развитието на фондовата борса. Според Kumar and Tsetsekos (1999) разликите между нововъзникващите и развитите пазари се основават на институционалната структура. Demirgüç-Kunt и Levine (1996) отбелязват, че икономиките със силно законодателство за разкриване на информация, международно приети счетоводни стандарти и липса на рестрикции спрямо международния капиталов поток имат по-ликвидни капиталови пазари. Развиващите се пазари се характеризират с ниско ниво на ликвидност, висока информационна асиметрия и слаба търговия поради слабата им институционална инфраструктура.

Ефективно опериращият първичен и вторичен пазар следва да осигурява ниски транзакционни разходи. Разходите за правно оформяне, брокерските комисиони и така нататък „изяждат“ част от инвестициите и биха могли да увеличат съществено разходите за набиране на

ново финансиране и търговия. Bonser-Neal и Dewenter (1999) твърдят, че разходите по търговията имат основна роля при определянето на инвестиционните стратегии. Това означава, че колкото по-високи са разходите за търговия, толкова по-ниско е участието на инвеститорите и се очаква, цената на търговията и провеждането на операции в развиващия се пазар да е висока.

Емпиричните данни ясно показват, че по-развитите страни имат по-дълбоки и по-ефективни финансови системи, включително и капиталови пазари (Beck et al., 2003). Паричната и фискалната политика, както и икономическата стабилност корелират положително с развитието на капиталовия пазар. Една от причините за положителната корелация е, че финансовото договаряне става по-трудно в условията на висока инфлация. Равнището на доходите влияе върху изпълнението на капиталовите пазари.

Pardy (1992) отбелязва две променливи, необходими за по-бързото развитие на капиталовия пазар: макроикономическа и фискална среда и пазарна инфраструктура. Макроикономическите фактори включват: инфлация, лихвен процент; валутни курсове; държавни разходи. Размерът на икономиката може да повлияе на развитието на капиталовия пазар. Пазарът на ценни книжа може да подобри ефективността си чрез разширяване на обема и броя на участниците както от страна на търсенето, така от страна на предлагането. Kim и Singal (2000) считат, че високата волатилност на цените на акциите на развиващите се пазари прави инвеститорите по-малко склонни да държат акции, а когато ги държат – да изискват високорискова премия, като по този начин увеличават цената на капитала. Има критични градивни елементи, необходими за процъфтяващия пазар на ценни книжа; макроикономическа и фискална среда, благоприятна за предлагането на качествени ценни книжа и достатъчно търсене за тях, и пазарна инфраструктура, способна да подпомогне функционирането на пазара на ценни книжа (Pardy, 1992). Изследване на влиянието на макроикономическите (екзогенни) фактори върху съотношението Цена/Доходност (P/E ratio) на 5 капиталови пазари, включително българския, установява, че „ROE е квалифициран като силно корелиран и податлив на влиянието на екзогенни фактори.“ (Zahariev, Pavlov, and Petkov, 2016).

Обзорът на факторите за развитието на капиталовия пазар може да бъде продължен още повече. Тук могат да бъдат добавени демографски и социални фактори като раждаемост, смъртност, емиграция, качество на образованието, доходно неравенство, децентрализация на публичните финанси и т.н. Всеки от тези фактори има отражение върху развитието на капиталовите пазари. Ниската раждаемост поставя под въпрос икономическия растеж и пенсионната система. Последната е

важен „клиент“ на финансовите пазари. Ниското ниво на образованието допълнително влошава качеството на намаляващата и застаряваща работна сила, което в последващ период би повишило разходите на фирмите. Задълбочаващото се доходно неравенство ще възпрепятства все повече потенциални инвеститори, водещо до задълбочаваща се концентрация на собствеността. Децентрализацията е важна за капиталовите пазари. Централизирането на икономическата и политическата власт в столицата води до неравномерност в развитието на регионите и социално-икономически проблеми.⁸

Факторът, който обаче е база за всички изброени дотук, е защитата на правото на собственост. Според Property Right Alliance Международният индекс за правата на собственост (IPRI)⁹ за 2019 г. за България е 5569. Това поставя страната на 61 място от 129 страни. Когато разгледаме компонента „Защита правата на собственост“, в рамките на ЕС България е последна със стойност 4322 за 2019 г. Интересен факт е, че по този показател европейски страни извън ЕС като Албания, Сърбия и Молдова и африкански страни като Кения, Танзания, Етиопия, Малави, Камерун, Мали, Кот д'Ивоар, Уганда, Египет, Алжир, Бенин, Гана, Замбия, Свазиленд, Мароко, Южноафриканска република и дори претърпялата геноцид Руанда – имат по-висок показател за защита правата на собственост.

Използвайки данни за 45 държави, за период от 2009 до 2014 г., Dima, Barna и Nachescu (2018) подкрепят тезата за положителна и значителна връзка между върховенството на закона и развитието на капиталовия пазар. За доказването ѝ се взема предвид променливата за върховенството на закона, отчетена от Worldwide Governance Indicators. Връзката остава стабилна дори ако се отчетат контролни променливи от правната система, включително защита на малцинствените инвеститори,

⁸ Терминът „провинция“ добива обидна конотация с оглед задълбочаващата се разлика в доходите между столицата и останалата част на страната, с изключение на няколко областни центрове. Неговото използване е неформална форма на проявление на централизъм в държавното управление. Други белези на централизацията са концентрацията на административния капацитет в столицата, регистрирането на главните офиси на фирмите в столицата, независимо че основната икономическа дейност е в страната, радиалната пътна мрежа с център столицата и т.н.

⁹ Индексът се състои от 10 компонента – Пиратство на авторски права, Защита на патентите, Усещане за защита на интелектуалната собственост, Лесен достъп до заеми, Регистриране на собственост, Защита на правата на собственост, Политическа стабилност, Борба с корупцията, Върховенство на закона и Независимост на съдебната система. За България за 2019 г. с най-ниски стойности са Независимост на съдебната система, Усещане за защита на интелектуалната собственост, Пиратство на авторски права и Защита на правата на собственост.

прилагане на договорите или законова защита на правата на кредитополучателите и кредиторите, както и първоначалните нива на развитие на пазара, икономически растеж, ликвидност на пазара, вътрешен кредит към частния сектор и преките чуждестранни инвестиции.

Изложеното показва значимостта на защитата на правата на собственост за развитието на капиталовите пазари. Христоматийни са предпоставките за развитието на пазарна икономика – право на частна собственост, конкуренция и демократична политическа система. Без пазарна икономика няма и капиталови пазари! От 1992 г., когато България се присъединява към Европейската конвенция за защита правата на човека и основните свободи, се дава възможност на българските граждани да завеждат дела срещу държавата по повод нарушени права. Според статистика на съда за период от 1959 до 2019 г. (макар че България е подсъдна от 1992 г.), съдът се е постановил по 118 случая за нарушения на правата на собственост в България (ECHR, 2020). За сравнение делата за нарушени права на собственост срещу Чехия са 13, Хърватска – 37, Унгария – 50, Полша – 55, Латвия – 2, Естония – 1. За страните от „Стара Европа“ за 3 пъти по-дълъг период шампион е Италия с 372 дела, докато Нидерландия – 1, Норвегия – 1 и Германия – 4 съдебни дела.



Фигура 1. Фактори за развитие на капиталовия пазар

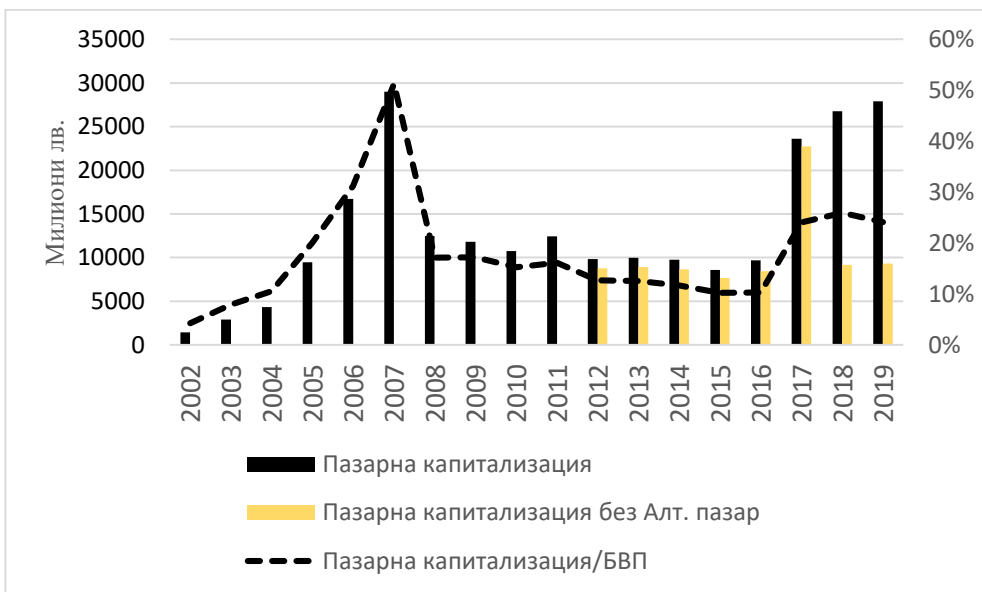
Фигура 1 обобщава основните фактори, влияещи върху развитието на капиталовите пазари. Факторите вляво се отнасят основно до икономическата база, могат също така да се дефинират като „макроикономически“, с изключение на политическата обстановка и спазването на правата на собственост, които са функция на политическата система. Първите 2 фактора вдясно обхващат корпоративната култура и управление. Следващите 2 фактора са в обсега на организирания пазар, БФБ. Последният фактор е в ресора на контролния орган, КФН, който следва да отстранява и санкционира участниците, които се възползват от вътрешна информация или нарушават правилата на търговията.

3. Активност на първичния и вторичния пазар

Атрактивността на фондовата борса би следвало да се изрази в показателите, измерващи нейната активност. Разбира се, борсата сама по себе си не може да бъде „изолиран остров“, който е и независим от останалия свят. Налице са редица фактори, като тези, анализирани в предходния параграф, които да възпрепятстват активността на организирания пазар, без директно да произтичат от него. Съществуват и фактори, които директно се отнасят до фондовата борса, най-важните от които са разходите за първоначално публично предлагане (IPOs), за допускане до търговия и търговия на вторичния пазар, спазване на правилата за търговия, навременното публикуване и разпространяване на информацията, прилагането на ефективни системи за търговия.

Нека обаче разгледаме активността на фондовата борса в раздела „търговия на акции“ през последните 15-20 години, без да се предпоставя липсата или наличието на определени фактори за нейното развитие. Основните показатели за развитието, респективно активността се свеждат до пазарната капитализация, пазарната капитализация спрямо брутният вътрешен продукт (БВП) на страната, размерът и броят на новите емисии (IPOs) (активност на първичния пазар) и изтъргуваните обеми спрямо пазарната капитализация. Фигура 2 представя пазарната капитализация в милиони лева, пазарната капитализация без капитализацията на алтернативен пазар и съотношението Пазарна капитализация/БВП. Видно е, че максимумът на пазарната капитализация е достигнат през 2007 г., 28986.85 милиона лева, 51.29% от БВП, след 3 години неимоверен ръст. Това е добре, но какво поражда този ръст, от почти 7 пъти за 3 години, докато БВП нараства с малко над 50% (по номинална стойност) за същия период? Сравнението на пазарна капитализация с индекса SOFIX подсказва очевидното – от нарастване

цените на акциите! Тук анализаторите могат да се разделят на две групи; едната би обяснявала нарастването на индекса и капитализацията с образуването на пазарен балон, който след 2007 г. Световната финансова криза спуква, и пазарната капитализация спада с над 50% в края на 2008 г.



Фигура 2. Пазарна капитализация в милиони лева, пазарната капитализация без капитализацията на алтернативен пазар и съотношението пазарна капитализация/БВП.

Източник: БФБ, Годишна статистика, КФН, Статистика Капиталов пазар, НСИ, авторови изчисления.

Други анализатори е възможно да твърдят, че преди 2004 г. цените на акциите са силно подценени и стагнирани. Ненков (2007, стр. 276) изчислява съотношението Цена/Доход (P/E) за 84 компании на БФБ за 2001, 2002 и 2003 г. Средната аритметична се движи между 9.51 и 12.37 за трите години, медианата е със стойности между 3.29 и 6.24, а средната претеглена – между 4.77 и 8.59. За този период съотношението Цена/Доход на индекса S&P 500 е съответно – 46.17, 31.43 и 23.73¹⁰.

Очевидно и двете спореци страни имат рационалност във възгледите си. Преди 2002 г. акциите бяха подценени, но през 2007 г. P/E съотношенията на повечето достигнаха 20-25, а на редица емисии – 40-50. Очевидно малцина са тези, които биха държали акции – при такива

¹⁰ Източник: <https://www.multpl.com/s-p-500-pe-ratio/table/by-year>.

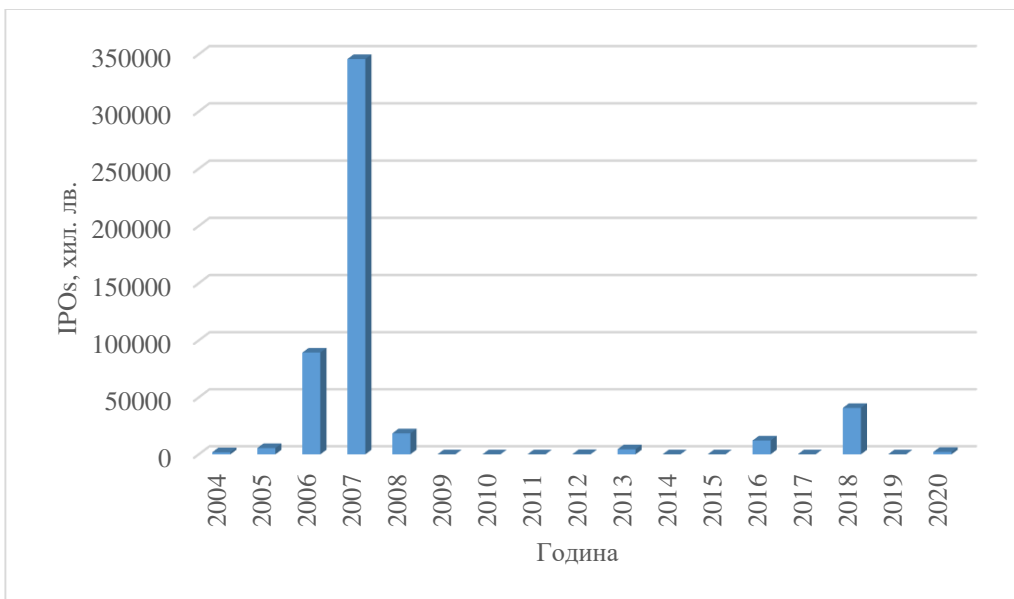
нива на Р/Е трябва да чакаш 40-50 години, за да си възвърнеш първоначалната инвестиция. Освен ако цените на акциите не продължат да растат. Но не стана така.

Фигура 2 показва, че пазарът на акции е стагниран след резкия спад през 2008 г. Съществува тенденция за растеж през 2011 г., последвана от продължително задържане и дори спад до 2017 г., когато вероятно се случва нещо значимо, защото пазарната капитализация нараства двукратно. Това нарастване се дължи изключително на „Официален пазар“, защото данните не се различават значително от пазарна капитализация без алтернативен пазар. Но през следващите 2018 и 2019 г., ако от общата пазарна капитализация приспадне тази на алтернативен пазар (стартирал през 2012 г.), получаваме стандартните за предходните 5-6 години нива на пазарна капитализация.

Всъщност, какви са източниците на растеж на пазарната капитализация? Източниците са няколко: на първо място, това е първичното публично предлагане (IPOs), когато фирма за пръв път се листва на фондовия пазар. Вече листвана, фирмата може да инициира набирането на допълнителен капитал, чрез вторично предлагане (SPOs). Възможно е, фирмата да реши да увеличи капитала си като реинвестира част от печалбата или резервите си. Най-накрая – повече фирми да предпочитат листване на борсата. Растежът след 2017 г. едва ли е предизвикан от нови IPOs, тъй като такива липсват през периода, освен едно – Градус АД. Ако игнорираме алтернативния пазар на БФБ, то към 2019 г. пазарната капитализация е по-ниска от следкризисните 2009–2012 г.

Фигура 3 илюстрира набрания капитал от първоначални публични предлагания на БФБ от 2004 до м. юни 2020. Открояват се две години – 2006 и 2007 г. – когато са набрани съответно 89.3 и 345.8 млн. лв. През 2008 е налице някаква активност, но тя очевидно е била резултат от планирани емисии преди началото на финансовата криза.

През следващите години от 2009 г. до 2020 6 години са нулеви, без никакви емисии. Най-значителен капитал е набран през 2018 г. и то от една емисия – Градус АД, 40.7 млн. лв. Това не е добра новина за българския капиталов пазар, след като една от основните му функции е на практика парализирана. Защо това е така? Очевидно една от причините е ниската пазарна доходност на листваните акции, респективно в периода след финансовата криза 2007–2009 г. Но алтернативата – спестявания в банките на практика „удари дъното“ през 2014 г., откогато лихвените проценти по спестовни влогове на практика се занулиха. Липсата на IPO-та е възможно да произтича както от страната на предлагането (липса на жизнеспособни проекти) или от страна на търсенето (липса на инвестиционен капитал).



Фигура 3. Набран капитал от първоначални публични предлагания (2004-юни, 2020)

Източник: БФБ, Статистика, първични публични предлагания. www.bse-sofia.bg)

За периода 2004 – юни 2020 набраният първоначален капитал, според метода на публично предлагане, се разпределя според представените на фиг. 4 методи. Най-голям дял за периода (над $\frac{3}{4}$) принадлежи на букбилдинга, следван от IPO по фиксирана цена и смесен закрит аукцион.



Фигура 4. Набран капитал според метода на публично предлагане (2004–юни, 2020)

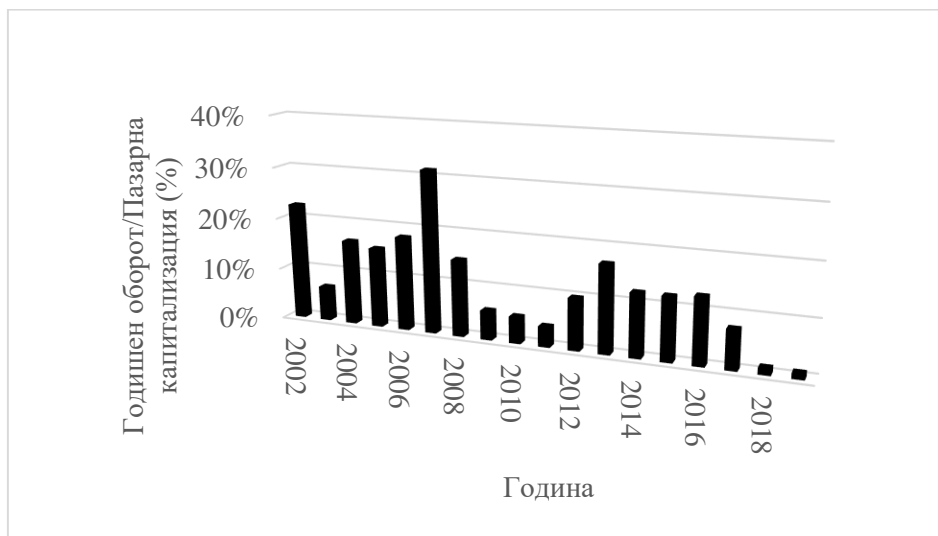
Източник: БФБ, Статистика, първични публични предлагания. www.bse-sofia.bg)

Защо букбилдингът е толкова предпочитан метод? Може би, защото в среда с висока степен на неизвестност и несигурност, методът има един вид „вградени“ опции. Емитентът е несигурен по каква цена би се реализирала подписката на 100%. Затова в проспекта се дефинира ценови диапазон от минимална до максимална цена. Заинтересованите потенциални инвеститори участват в аукцион, при което се извършва наддаване. След приключването на аукциона се определя най-ниската цена на поръчка, при която емисията се реализира (ако се постигне тази цел) и тази цена важи за всички инвеститори, надавали по цената на разцепване (още вододелна цена). Така емитентът може да тества пазара, като създава конкуренция между инвеститорите и не на последно място – се хеджира срещу пропадане на подписката, в случай че цената е фиксирана. Но този метод се прилага в различни вариации, в редица случаи даващи възможност да селектира стратегически инвеститори, а на нежеланите инвеститори – да намали акциите под записаните. Ето защо КФН с протокол №61 от 12/12/2007 г. приема практика във връзка с информацията, съдържаща се в проспекта по отношение на метода „Букбилдинг“. Би следвало да се отбележи, че този метод е подходящ за зрели пазари и установени компании, предлагащи значителни емисии на ценни книжа.

Смесеният закрит аукцион е принципно аукцион, на който се подават пазарни и лимитирани поръчки. Закрит е, защото участниците не могат да виждат поръчките си. Емитентът е определил минимална цена, извършва се наддаване и се определя лимитираната поръчка, при която емисията е изпълнена. Това е цената на „отсичане“. Пазарните поръчки и лимитираните до цената на „отсичане“ получават разпределение (акции), лимитираните под цената на „отсичане“ – не. Отново това е метод, който разчита, публиката (потенциалните инвеститори) да разкрият цената. Но следва да се има предвид, че това разкриване ще бъде акт на малка група заинтересовани инвеститори, които са превърнали търговията на фондовия пазар в своя професия, както и на институционалните инвеститори. Малко се прави у нас, информацията за предстоящи емисии да се рекламира по различните комуникационни канали. Инвеститорът трябва редовно да следи съответните информационни сайтове, което на практика е трудно в забързаното ежедневие. В страните с развити пазари флаери с основна информация за дадена емисия се намират дори в стаите за отдих на студентите в университетите!

Следващият важен показател, характеризиращ активността на търговията с акции, е оборотът (покупко-продажбата), разделен на пазарната капитализация. Фигура 5 представя годишния оборот, разделен на пазарната капитализация от 2002 до 2019 г. Видно е, че периода

2002–2007 г. може да се определи като „златен“ за търговската активност (с изключение на 2003 г.). Тогава оборотът се е движел от 15% до 30% от пазарната капитализация. Кризата от 2007–09 свива драстично оборотите, въпреки че 2008 г. е също активна. Но причината може би е това, че дребните инвеститори разпродават акциите си, а също така и инвестиционните фондове – под натиска на вложителите си.

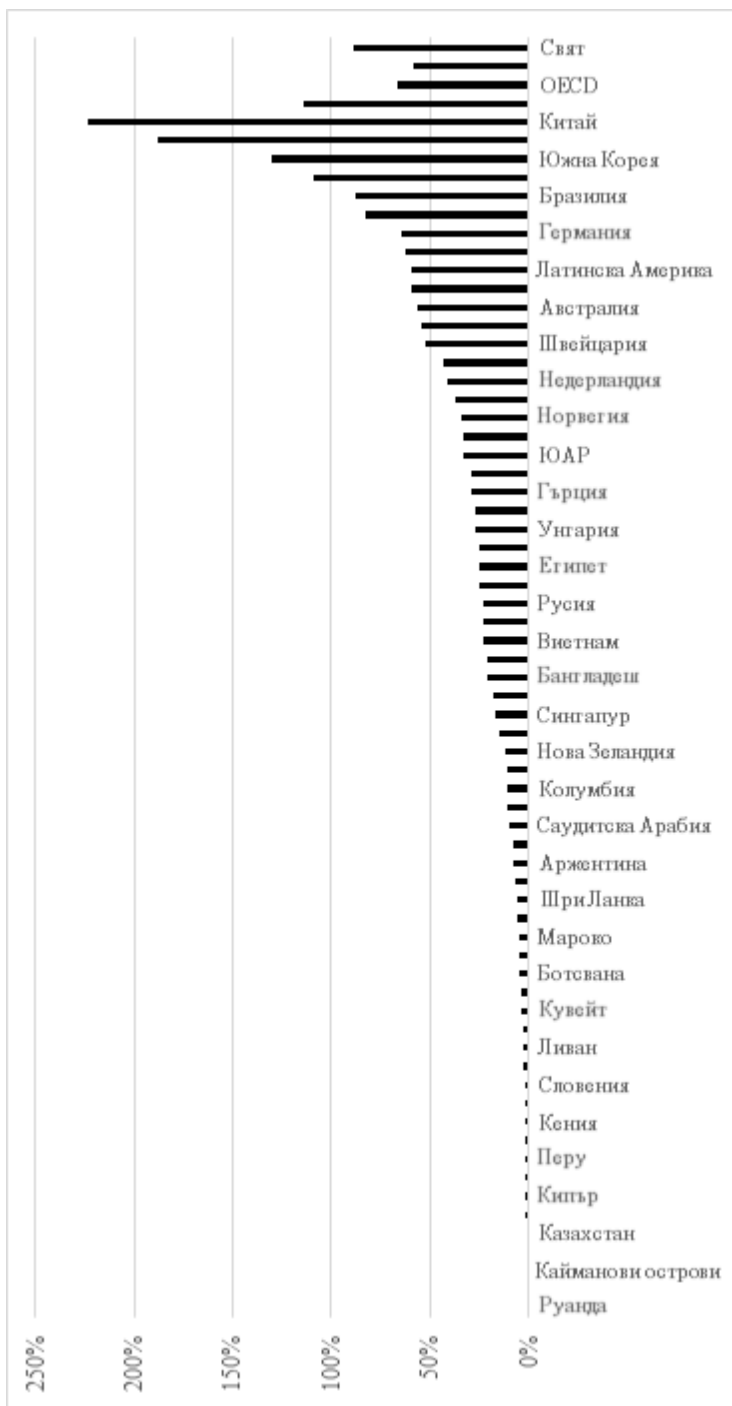


Фигура 5. Годишен оборот/Пазарна капитализация на БФБ (2002–2019)

Източник: The World Bank, Data Bank Indicators

2013 г. сякаш поставя ново начало, но за кратко – до 2017 г. Виждаме, че за последните 2 години – 2018 и 2019 г. – спрямо оборот фондовата борса е парализирана с нива между 1-2%! Образно, ако оборотът не се повиши, то собствеността ще се смени след около 50–60 години. Дори и традиционно неликвидният пазар на недвижима собственост вероятно има по-висока обръщаемост най-вече заради естествената продължителност на живота на собствениците. Как такъв пазар ще предоставя ликвидност? Как ще се ценообразуват капиталовите активи? Как ще привлича инвеститори?

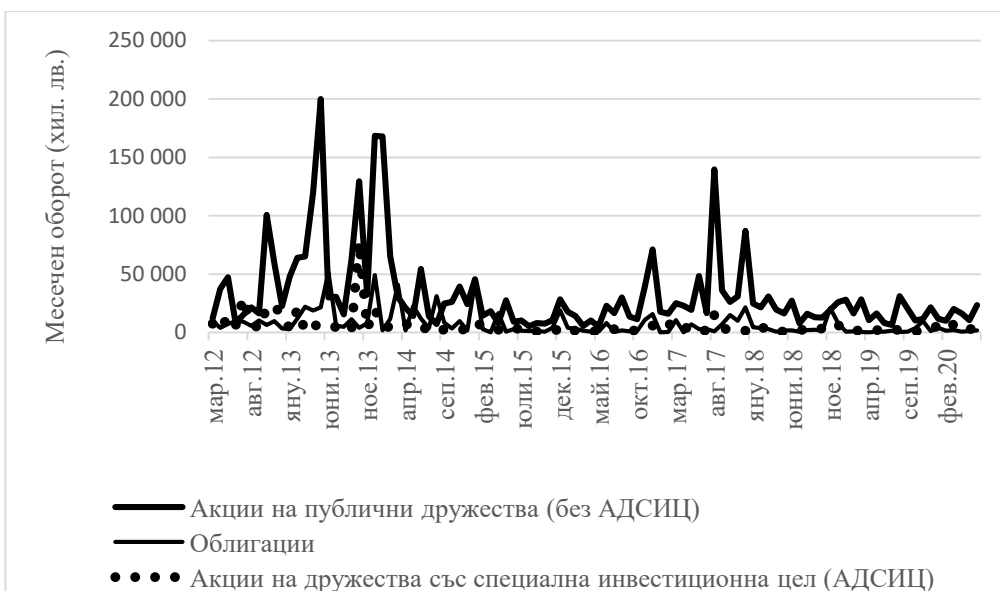
Все пак, за да се отхвърли хипотезата за „световен тренд“, Фигура 6 визуализира съотношението оборот/пазарна капитализация за значителна извадка от страни за 2019 г. България е в дъното, като дори Виетнам и Бангладеш са значително напред. Правят впечатление значителните обороти на бързоразвиващи се икономики като тези на Китай и Турция, които имат по-високи показатели дори от тези на САЩ.



Фигура 6. Годишен оборот/Пазарна капитализация за избрани страни за 2019 г.

Източник: The World Bank, Data Bank Indicators

Разбира се, на БФБ се търгуват и други финансови инструменти като корпоративни облигации и акции на АДСИЦ. Фигура 7 очертава месечния оборот на тези инструменти. Оборътът на акциите доминира, но е неравномерен. През 2013 и 2014 г. има месеци с по над 50 милиона оборот – май 2013 г. 200 мил., април, октомври, декември 2013 г. и януари и февруари 2014 г. – по над 100 млн. лева. Такива нива са достигнати едва през август 2017 г. След това оборотите варират в порядъка на 10-30 милиона на месец, но има месеци с по 3-10 милиона.



Фигура 7. Месечен оборот по видове финансови инструменти (март 2012–юни 2020)

Източник: БФБ, Статистика, Търговия по видове финансови инструменти

Обемите на корпоративни облигации са значително по-малки, също така неравномерни. Налице е позитивна корелация от 35% между оборотите на акции и корпоративни облигации. Оборотите на АДСИЦ са по-ниски и от тези на корпоративните облигации. Обобщено – средномесечният оборот за периода на пазара на акции е 32.6 милиона лева, на облигации (без ДЦК) – 7.4 милиона лв. и на АДСИЦ – 5.2 милиона лева.

Странното е, че активността по набирането на капитал не нараства, въпреки нечовешките усилия на Борсата и държавата в тази насока. Редно е споменаването на част от тези усилия:

Повишаването на пазарната капитализация и обемите на търговия на регулиран пазар, както и усъвършенстването на нормативната

уредба в областта на финансовите пазари, са сред основните приоритети на съвета за развитие на капиталовите пазари, създаден по инициатива на Централния депозитар, Комисията за финансов надзор (КФН), народния представител Делян Добрев през октомври 2016.

„В КФН не само сме набелязали основните проблеми пред българския капиталов пазар, но ще предложим още на първото заседание на Съвета следващата седмица практически решения,” заяви Карина Караиванова, председател на КФН.¹¹

Следвайки хронологията, основните мерки могат да се обобщят в промени на ЗППЦК (Закон за публично предлагане на ценни книжа), целящи “разхлабване“ на изискванията към емитентите:

- Увеличаване броя на лицата, до които се предоставя информацията за предлагане на ценни книжа, от 100 на 150 за непублична емисия;

- Ново изключение от задължението за публикуване на проспект за емисии ценни книжа, чиято обща стойност в рамките на ЕС е по-малка от левовата равностойност на 1 млн. евро, като прагът се изчислява за период от 12 месеца.

Ваучерната схема за подкрепа на малки и средни предприятия за излизане на фондовата борса стартира на 13 юли 2018 г. по инициатива на Министерството на икономиката и Българската фондова борса. Общият индикативен бюджет на ваучерната схема за предоставяне на услуги за емитиране на ценни книжа на капиталовите пазари възлиза на 3 911 660 лева (2 000 000 евро). Финансирането по схемата се осъществява посредством предоставянето на ваучери на стойност 50 хил. лева, като бенефициент ще бъде Изпълнителната агенция за насърчване на малките и средните предприятия (ИАНМСП). Ваучерът е с валидност 9 месеца, като през този период компаниите трябва да получат одобрение на проспект за емитиране на ценни книжа от КФН и да осъществят успешна емисия за набиране на капитал (първично публично предлагане) чрез фондовата борса или чрез метода букбилдинг. Ваучерът ще се изплаща на инвестиционния посредник при осъществена успешна емисия, което означава набран капитал на стойност минимум 500 000 лв.¹²

Не на последно място следва да се отбележи създаването на „Пазар за растеж на МСП“ под абревиатурата „ВЕАМ“. На 27 декември 2018 г. Българската фондова борса получи одобрение от Комисията за

¹¹ Цитирано по Мениджър.news, Над 15 финансови институции учредиха Съвет за развитие на капиталовия пазар в България, 10.10.2016 г.

¹² БФБ стартира ваучерна схема за подкрепа на малки и средни предприятия за излизане на фондовата борса, Борсови новини, 13.07.2018. <https://www.bse-sofia.bg/bg/exchange-news?from=2018-07-13&to=2018-07-13>

финансов надзор за създаването на нов Пазар за растеж на МСП, наречен BEAM (Bulgarian Enterprise Accelerator Market), аналог на лондонския AIM (Alternative Investment Market). Сравнението с AIM обаче изглежда неуместно. Най-малкото, защото страницата на AIM предоставя точна и ясна информация, кой може да листва на този пазар, предоставен е и въпросник за самооценка. На AIM 44% от инвестициите са от институции – инвестиционни мениджъри, пенсионни и застрахователни фондове.¹³ В България регулациите забраняват на пенсионните фондове да инвестират на BEAM.

Но това не е особен повод за загриженост. Това, което е съществено и може би ще бъде препъникамък на тази иначе добра инициатива, е отсъствието на рискови фондове в България. Рисковите (венчърни)¹⁴ фондове имат много важна роля за извеждането на МСП във фазата на зрели фирми и съответно листването им на фондовия пазар. От една страна, те обикновено разполагат с професионален капацитет да оценят шансовете на бизнеса за растеж, както и да го консултират, а от друга – намаляват риска на индивидуалните инвеститори благодарение на диверсифицирането в пул от бързорастящи МСП.

4. Какво пречи на развитието на БФБ?

От гледна точка на перспективите пред бъдещото развитие на фондовата борса в контекста на детерминиращите фактори, изгледите за бъдещето не са оптимистични. Така например от страната на предлагането на дълготрайни активи не се очертава да има изобилие поради негативните очаквания за икономически растеж. Тази прогноза е факт още преди развитието на пандемията с COVID-19: “В България количеството и качеството на човешкия капитал е ниско, липсва добра публична инфраструктура, а научноизследователската и развойната дейност е далеч от европейските стандарти. Като се вземе предвид, че инвестициите в обществена инфраструктура, НИРД и формиране на човешки

¹³ AIM Advisers, List of Largest Investors, <http://www.aimadvisers.com/overview-entire-largest.html>, (Посетено на 14/11/20, 14.09 hrs.)

¹⁴ Оказва се все пак, че у нас функционира един единствен „Фонд за рисков капитал“, който е част от държавния „Фонд на фондовете“. Фондът за рисков капитал разполага с 33,3 млн. евро (65,1 млн. лева) публичен ресурс, като 47.1 млн. лева + 18 млн. лева за подкрепа на предприятия, засегнати от COVID-19, а 5.2 млн. евро (10,2 млн. лева) частно съфинансиране на ниво фонд. Страницата на фонда не предоставя информация нито за дейностите по контрол и насочване на инвестиции в рисков капитал, нито критерии за селектиране, а насочва към финансов посредник „Морнингсайд хил“ ООД.

капитал като процент от БВП в страната са няколко пъти по-ниски от средните за Европейския съюз, прогнозите са песимистични“. (Годоров, Дурова, 2016).

Преди да търсим причините в държавата, институциите, нормативната уредба, икономическата база и т.н. първо следва да потърсим причините в самите емитенти, тоест – в корпоративното управление. Защото както отбелязахме в раздела за възникване на фондовите борси – те не са изпитвали особени неудобства от липсата на пазарна инфраструктура, регулаторни и депозитарни институции и т.н. Достатъчен е само акт на суверена, легализиращ ограничената отговорност и търговията с акции.

Изследване на развитието на водещите фондови пазари и предизвикателствата пред „БФБ-София“ АД (Георгиев, Найденова, 2020) коректно акцентира върху основния проблем, а именно, че концентрацията на собствеността и пазарната ликвидност са взаимно зависими. Високата концентрация е посочвана като един от факторите за ниска пазарна ликвидност. Но едва ли въвеждането на цялостно прилагане на Директивата за пазарите на финансови инструменти (MiFID) и свързаното с това свръхрегулиране на инвестиционния процес е основният виновник за спада в пазарната ликвидност след 1 ноември 2007 г. На първо място, световната финансова криза започна от САЩ още през август 2007 г. Вярно е, че българският фондов пазар реагира със забава, но реакцията се потвърждава и от сегмента на държавните ценни книжа (Георгиев, 2012), чийто спред към второто тримесечие на 2007 г. прогнозира с 82.67% вероятност от рецесия към второто тримесечие на 2009 г. Известно е, че финансовите пазари реагират първи, особено след период на необосновано висок растеж, неподкрепен от фундаменталните индикатори. На второ място, видно от фиг. 5, съотношението пазарна капитализация/оборот придобива нормални стойности през периода 2013–2016 независимо от свръхрегулирането. Освен „концесиите“ по олекотяване на регулациите, описани в предходния параграф, промяна на чл. 100а от ЗППЦК¹⁵ премахва изискването емитентите да предоставят тримесечни, а само шестмесечни и годишни отчети. Това би следвало да е значително облекчаване от към свръхрегулации. Но какво следва? Драматичен спад в оборотите на борсата. Публикация в Инвестор.бг характеризира тези промени като целящи съсипване на едно от оръжията за постигане на устойчив икономически растеж – пазарът (Филипов, 2015). Според Камен Колчев: „Няколко десетки такива добри

¹⁵ ДВ, бр. 42 от 2016 г.

компании (б. а. Телелинк Бизнес Сървисис Груп) биха направили един хубав капиталов пазар в България“ (Bloomberg TV Bulgaria, 2020).

Разширяването на инвеститорската база на корпорацията следва да бъде политика на корпорацията. И тук възниква въпросът – кой би бил потенциалният инвеститор. Логично това следва да бъдат работниците и служителите на корпорацията. Те са запознати най-добре с дейността, ефективността и перспективите пред нея. Ако самите те не желаят да инвестират в корпорацията, в която работят, как външен инвеститор да стане акционер в нея? Още през 90-те години на миналия век стават популярни т.н. схеми за споделяне на печалбата (profit sharing schemes).¹⁶ Тези схеми понастоящем са практика във всички страни-членки на ОИСР (Организацията за икономическо сътрудничество и развитие) в различна степен, като във Франция са задължителни за фирми с персонал над 50 служители. Във Великобритания например работническите акции имат преференциално данъчно третиране.¹⁷ Схемите за акции на работниците и служителите могат да се реализират като: работодателят предоставя безплатни акции като бонус; се придобият по преференциална цена; се реинвестират дивидентите в закупуване на акции. Плановите за акции на работниците и служителите спомагат за уеднаквяване интересите на служителите и основателите на корпорацията, укрепват доверието на външните инвеститори, повишават ефективността и не на последно място – заздравяват контролните механизми. Как стоят тези въпроси у нас? Няма сведения за официална държавна политика в тази насока. Няма официални данни за съществуването на подобни практики в публичните компании. В изследване на Европейската федерация за собственост на акции от работници и служители (Mathieu, 2020) (European Federation of Employee Share Ownership) за 2019 г. за извадка от европейски публични компании с пазарна капитализация над 200 мил. евро е включена и България с 6 публични фирми. Работниците и служителите от тези компании не притежават акции. Единствено 12 изпълнителни директори притежават 8% от собствеността. В ЕС от 2006 г. до 2019 г. работниците и служителите, притежа-

¹⁶ Споделянето на печалбата се отнася до различни планове, въведени от бизнеса, предоставящи преки или непреки плащания на служители, които зависят от рентабилността на компанията в допълнение към редовната заплата и бонусите на служителите. В публично търгуваните компании тези планове обикновено представляват разпределяне на акции на служители. Един от най-ранните пионери на споделянето на печалбата е англичанинът Теодор Кук Тейлър, за когото е известно, че е въвел практиката в своите вълнени дараци в края на 1800-те. (https://en.wikipedia.org/wiki/Profit_sharing)

¹⁷ Tax and Employee Share Schemes, <https://www.gov.uk/tax-employee-share-schemes/share-incentive-plans-sips>

ващи акции във фирмите, които работят, нарастват от 6.45 милиона на 7.194, делът собственост в корпорациите – от 2.37% на 2.85%, пазарната капитализация – от 193 млрд. евро на 350 млрд. евро.

На следващо място, засилване ролята на независимите директори в управлението на публичното дружество. Сега, съгласно чл. 116 б. от ЗППЦК¹⁸:

“(2) Най-малко една трета от членовете на съвета на директорите или на Надзорния съвет на публичното дружество трябва да бъдат независими лица.“

Изискването „най-малко една трета“ е доста скромно, като се има предвид, че в Обединеното кралство, САЩ, Индия и други страни то е най-малко 50%. Но това не е толкова притеснително. По-голям повод за загриженост предизвикват формалните ограничения за това, кой може да бъде независим директор. Според алинея 2, на чл. 116а, т. 2 не може да бъде независим директор: „акционер, който притежава пряко или чрез свързани лица най-малко 25 на сто от гласовете в общото събрание или е свързано с дружеството лице.“ Следователно, ако притежава например 20% – може да бъде независим директор! Ако се позовем на правилата на NYSE:

„Никой директор не се квалифицира като „независим“, освен ако бордът на директорите утвърдително определи, че директорът няма материален интерес в регистрираната компания (или пряко, или като съдружник, акционер или служител на организация, която има връзка с компанията).“¹⁹ Българският ЗППЦК не предвижда т.н. „период на охлаждане“ – по изискванията на NYSE следва да са изминали 3 години, след като кандидатът за независим директор е притежавал качества, които не допускат неговото назначаване.

Законодателството на ЕС поставя минимално изискване за 1/3 квота на независимите директори. За разлика от САЩ се поставя ударение върху представителите на работниците и служителите в управлението на фирмата. Законодателството на ЕС за участието на служителите в борда на компаниите е оставено да се определя от държавите-членки. Няма единен европейски модел за представителството на работниците и служителите в управителните тела на фирмите (BLER), приложим за всички служители в Европа. За съжаление България е една от 12-те страни от европейското икономическо пространство, която не е имплементирала в законодателството си представителството на работ-

¹⁸ ЗАКОН за публичното предлагане на ценни книжа. Обн. ДВ, бр. 114 от 30.12.1999 г.

¹⁹ New York Stock Exchange Listed Company Manual 303A.02 Independence Tests.

ниците и служителите в управителните тела на фирмите (Munkholm, 2018).

В Германия законът предвижда няколко режима за представителството на служителите в борда на директорите. В компании с 500-2000 служители последните имат право на 1/3 от членове на борда. В компании с над 2000 служители представителството на работниците е 1/2 от борда, а председателят на борда, чийто глас е решаващ, се избира от акционерите. Различна е системата за металургичните и въгледобивните компании с над 1000 служители. Служителите избират 1/2 от членовете на борда, а решаващият глас е на неутрално лице, прието както от страна на служителите, така и от страна на акционерите. Също така и служителите избират член в управителния съвет, който може да блокира назначаването на директора по труда и работните заплати.

Изложените дотук сравнения и примери илюстрират законодателната рамка на корпоративното управление, която пропуска важни механизми за синергично функциониране на собственици, мениджмънт и стейкхолдъри (основно работници и служители). Тук не става въпрос само за публични дружества, листвани на фондовата борса, но и за всички останали фирми, независимо от преобладаващата собственост, когато са преминали определен размер.

В условията на висока концентрация на собствеността в публичните дружества миноритарните акционери са оставени на милостта на мажоритарния(те) собственик(ци). При положение че мажоритарният собственик притежава над 50% от собствеността (в редица случаи квалифицирано мнозинство от 67%), то миноритарните акционери на практика са лишени от основни права като вземане на решения и получаване на дивидент. Спрямо изплащането на дивидент от българските публични дружества в изследване, обхващащо периода 2003–2009 г., Рафаилов (2011) прави следното заключение: „На фона на глобалните тенденции дивидентите в България са рядко явление“ (стр. 122). На практика, миноритарният акционер е по-обезправен от облигационера, защото последният може да следи ковенантите (ограниченията), наложени от облигационния договор. Мажоритарният акционер има арсенал от легални средства, чрез които да източва доход в своя полза против интереса на малцинството. Например да си определи висока заплата като изпълнителен директор²⁰. Да сключва неизгодни договори със

²⁰ Тази възможност очевидно се осъзнава от Европейската комисия, а може би и тя става пандемична, защото ДИРЕКТИВА (ЕС) 2017/828 НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА от 17 май 2017 година, чл. 33 казва: „... По-специално разкриването на такава информацията пред акционерите е необходима, за да могат да оценяват възнаграждението на директорите и да изразяват вижданията си относно

свързани контрагенти. Да покрива лични разходи за сметка на дружеството. И след всичко това – да бъде освободен от отговорност от общото събрание на акционерите. Каква би следвало да бъде реакцията на миноритарните акционери?

Съгласно чл. 251а от Търговския закон, акционери, притежаващи поне 10%²¹ от капитала, могат да поискат от общото събрание назначаването на контролор, който представя констатациите си на следващото общо събрание. Разбира се, това изглежда добре от гледна точка на правотвореца, но практически на този „контролор“ ще му бъде изключително трудно да навлезе в организационната уредба, а камо ли да разкрие някакви нередности по целесъобразност, понеже по документи всичко ще бъде законосъобразно. Още един важен механизъм, отнасящ се до участието на миноритарните акционери, е кумулативното гласуване. Той би дал възможност, в дружества с миноритарен капитал 15-20% и над 4 места в съвета на директорите малцинствените акционери да изберат поне един директор. Така последните биха могли да имат поглед в кухнята на управлението.

Друг важен въпрос, върху който следва да се постави ударение, е отстраняването на инсайдерите от пазарите. Наличието на търговия, основана на вътрешна информация, минава силната форма на ефективност, обезсърчава и отблъсква от пазара *bona fide* инвеститорите. Тази функция следва да бъде в прерогативите на КФН, но ето какво признава един бивш председател на тази институция:

„Засега повечето наложени от комисията санкции за пазарни манипулации се потвърждават от съда, но разкриването и доказването на тези случаи е сложно и бавно. Трябва да се установи, че има връзка между лицата, които са страни по сделките, а обикновено манипулации не се извършват от видимо свързани помежду си лица. За целта се провежда истинско разследване като при доказване на престъпление. Всъщност в *повечето европейски държави* (к.м.) извършването на пазарна манипулация е криминализирано деяние и се наказва със зат-

структурата и равнището на заплащането на директорите, както и относно връзката между заплащането и резултатите на всеки отделен директор, така че да се коригират потенциални ситуации, при които размерът на възнаграждението на даден директор е необоснован въз основа на индивидуалните му резултати и на резултатите на дружеството. Публикуването на доклада за възнагражденията е необходимо, за да се даде възможност не само на акционерите, но и на потенциални инвеститори и заинтересовани страни да оценят възнаграждението на директорите, до каква степен това възнаграждение е свързано с резултатите на дружеството и как дружеството изпълнява на практика своята политика за възнагражденията.“

²¹ В редица публични дружества сборът на миноритарните акционери е под 10% от капитала.

вор, освен с административната санкция. Злоупотребата с вътрешна информация е доста по-сложна за доказване в сравнение с пазарната манипулация. В повечето случаи, които наблюдаваме, лицата, които злоупотребяват, не са тези, които са на ръководни длъжности или на официални позиции в съответното дружество и винаги стои въпросът за доказването по какъв начин въпросното лице е успяло да се сдобие със съответната информация?“ (Агайн-Гури, 2010).

Как можем да коментираме горното? На първо място фондовата борса не е от приоритетните политики по правосъдието в държавата. А може би управляващите си нямат представа за същността на фондовите пазари (Василев, Н., 2014, стр. 261) и за това кражбата в огромни размери на тези пазари е... административно нарушение. Да се краде от богатите не е престъпление. На второ място – редно е родният контролен орган да се поучи от дейността на американския SEC и практиката на казината – може би навсякъде по света. Няма нужда да се чакат сигнали за търговия с вътрешна информация: Всеки, който печели регулярно над средното за пазара, следва да бъде следен и проучван – до разкриване на „формулата“ на успеха. Разбира се, ако наднормалните печалби са резултат от научен модел – това не следва да е престъпление.

Изтъкнатите фактори, спъващи развитието на капиталовите пазари, не претендират за изчерпателност. Заслужава си да отбележим също така концентрацията и властта на търговските банки (Вачков, С., 2009), както и предпочитанието на фирмите в България на вътрешното пред външното финансиране, а когато вътрешните източници са недостатъчни, дългът се използва с предимство пред собствения капитал (Рафаилов, 2003). Посочените тенденции се манифестират в следващия параграф.

5. Анализ на паричните баланси (потоци)

Анализът на паричните потоци се основава на данни за финансовите активи и задължения на всички сектори в икономиката, както и на техните взаимоотношения с останалия свят. Според терминологията, използвана от системата на национални сметки, последните се обозначават също така като „финансови сметки“ както в системата на ООН от Национални сметки (SNA, 2009) и европейската система от сметки от 2010 г. (ESA, 2013).

Финансовите активи са средство за съхранение на собствеността, полза или поредица от ползи, натрупани на икономическия собственик чрез държане или използване на активите за определен период. Те са

средство за пренасяне на стойността от един отчетен период към друг. Ползите се разменят чрез платежни средства.

Всеки финансов актив (собственост на кредитор) има насрещна отговорност (издадена от длъжникът) с изключение на паричното злато и специални права на тираж. Основните финансови активи са валута и депозити, дългови ценни книжа, акции и друг собствен капитал (включително акциите на взаимните фондове), заеми, застрахователни технически резерви и други задължения и вземания. В този списък финансовите активи са подредени съгласно тяхната степен на ликвидност (т.е. степента, до която могат лесно и бързо да се разменят срещу най-ликвидния актив – парите).

Основната цел на анализа на паричните баланси (потоци) е да се даде отговор на следните въпроси:

1. Чия собственост са финансовите активи на страната и какви трендове се оформят през последните 20 години.

2. Какво е съотношението между различните видове финансови активи в България и как то се променя в динамика през последните 20 години.

3. Сравнение на структурата на (1) и (2) в статика (за последната година с налични данни, 2018 г.) със структурата на страните-членки на ЕС.

4. Анализ на динамичната структура котираните акции (код AF.511 по ESA 2010 - **КА**), некотираните акции (AF.512-**НКА**) и друг собствен капитал (AF.519-**ДСК**) през последните 20 години и вариационно сравнение на тази структура към 2018 г. с останалите страни от ЕС.

За настоящото изследване са подбрани следните финансови активи:

1. Монетарно злато и специални права на тираж (код AF.1 по ESA 2010, **МЗ**) включва „Монетарно злато” (код F.11) което е компонент на чуждестранните резерви от страна на монетарните власти и „Специални права на тираж (СПТ)” (F.12) – международни резервни активи, създадени от Международния валутен фонд и разпределени между неговите членове за допълване на съществуващите резервни активи. Златото е финансов актив само за подсектор Централна банка.

2. Валута и депозити (AF.2, **Депозити**) са разделени на три подкатегории финансови активи – банкноти и монети в обращение, които обичайно се използват за извършване на плащания, прехвърляеми депозити се състоят от всички операции с прехвърляеми депозити, т.е. депозити (в национална или чуждестранна валута), които могат незабавно да се конвертират във валута или да се прехвърлят чрез чек, банково нареждане, дебитно нареждане или други подобни средства, без

санкция или ограничение и други депозити, т.е. депозити (в национална или чуждестранна валута), които не са прехвърляеми.

3. Дългови ценни книжа (AF.3, **Облигации**) са финансови инструменти, които служат за доказване на дълг. Състоят се от всички операции с ценни книжа, различни от акции, т.е. финансови активи, които са инструменти на носител. Те обикновено са прехвърляеми и се търгуват на вторични пазари или могат да се договарят на пазара и не дават на притежателя никакви права на собственост в институционалната единица, която ги е емитирала.

4. Заеми (AF.4, **Заеми**). Включва всички операции със заеми, т.е. финансови активи или пасиви, създавани, когато кредиторите предоставят средства на длъжниците пряко или чрез брокери, които се доказват или чрез нетъргуеми документи или не се доказват с документи.

5. Собствен капитал (AF.51, **СК**) се състои от котираните акции (AF.511-КА), некотираните акции (AF.512-НКА) и друг собствен капитал (AF.519-ДСК).

6. Акции/дялови единици в инвестиционни фондове (AF.52-АИФ) са ценни книжа, свързани с дялово участие, които са котираните на дадена борса.

7. Застрахователни, пенсионни и стандартни гаранционни схеми (AF.6-ЗОП) включват финансови активи на притежатели на застрахователни полици или на ползватели се лица и пасиви на застрахователи, пенсионни фондове или емитенти на стандартни гаранции.

8. Търговски кредити и аванси (AF.81-ТКА) представляват финансови претенции, произтичащи от прякото предоставяне на кредит от доставчиците на стоки и услуги на техните клиенти, и авансови плащания за работа, която е в процес на изпълнение или все още предстои да бъде предприета под формата на предплащане от клиенти за стоки и услуги, които все още не са предоставени. Познати във финансовата литература още като „междуфирмена задлъжнялост“.

9. Други сметки за получаване/плащане без търговски кредити и аванси (AF.89-ДСП) представляват финансовите активи или пасиви, които произтичат от времеви разлики между разпределителните операции или финансовите операции на вторичния пазар и съответното плащане.

Финансовите активи (инструменти) са притежание на определени сектори от икономиката. Използвайки дефинициите на Методологията за разработване на национални финансови сметки за България²², селектираме следните по-важни сектори:

²² НСИ, https://www.nsi.bg/sites/default/files/files/metadata/FS_1_Metodology.pdf

1. Нефинансови предприятия, (S.11 – **Фирми**) Секторът „**Нефинансови** предприятия“ включва всички частни и държавни корпоративни предприятия, кооперации и сдружения, които са признати за независими юридически лица, държавни производители и нетърговски организации или асоциации, обслужващи нефинансови предприятия, които са пазарни производители и са основно ангажирани с производството на стоки и нефинансови услуги.

2. Централна банка S.121 (**ЦБ**) включва Българската народна банка.

3. Други парично финансови институции S.122+S.123, (**ТБанки**) включва „Депозитни институции без централната банка“ (S.122) – всички финансови предприятия и квазикорпорации, които се занимават главно с финансово посредничество и които получават депозити и/или близки заместители на депозити от институционални единици и за собствена сметка предоставят заеми и/или инвестират в ценни книжа. Тук са включени всички търговски банки. Включен е и подсекторът „Фондове на паричния пазар“ (S.123), състоящ се от всички финансови предприятия и квазикорпорации с изключение на БНБ и търговските банки, които са основно ангажирани с финансово посредничество на паричния пазар. Последните нямат особено количествено влияние за националната икономика като обем на бизнеса. Включени са заедно, понеже статистиката на НСИ ги обединява.

4. Инвестиционни фондове, различни от тези на паричния пазар (S.124, **ИФ**), обхваща всички колективни инвестиционни схеми, които са основно ангажирани с финансово посредничество. Тук се класифицират следните финансови посредници: инвестиционни фондове от отворен и затворен тип, инвестиционни фондове за недвижимо имущество, инвестиционни фондове, които инвестират в други фондове и хедж фондове.

5. Други финансови посредници без застрахователните (осигурителните) дружества и пенсионните фондове; Финансови спомагателни организации и Каптивни финансови институции и заемодатели (S.125+S.126+S.127)²³. – (**ДФП**).

Другите финансови посредници, с изключение на застрахователните корпорации и пенсионните фондове, подсектор (S.125) се състои от всички финансови корпорации и квазикорпорации, които са основно ангажирани във финансово посредничество чрез поемане на

²³ European system of accounts ESA 2010, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013 ISBN 978-92-79-31242-7 doi:10.2785/16644 Cat. No: KS-02-13-269-EN-C Theme: Economy and Finance Collection: Manual and guidelines © European Union, 2013.

задължения във форми, различни от валута, депозити, или акции на инвестиционни фондове или във връзка със застрахователни, пенсионни и стандартизирани схеми за гарантиране от институционални единици. Примери за подобни институции са SPV (Special purpose Vehicle), ангажирани със секюритизация, дилъри на ценни книжа и деривати, финансови корпорации, ангажирани с кредитиране (финансов лизинг, сток кредит, бързи кредити, факторинг), специализирани финансови компании (компания за рисков капитал и капитал за развитие, компании за експортно финансиране).

Финансовите спомагателни организации включват:

а) застрахователни брокери, брокери на заеми, брокери на ценни книжа, инвестиционни консултанти;

б) флотационни корпорации, които управляват издаването на ценни книжа; корпорации, чиято основна функция е гаранция, чрез джиро, сметки и други подобни инструменти; корпорации, които организират деривати и инструменти за хеджиране като суапове, опции и фючърси (без да ги емитират); корпорации, предоставящи инфраструктура за финансовите пазари; централни финансови надзорни органи, посредници и финансови пазари, когато те са отделни институционални единици; управители на пенсионни фондове, взаимни фондове и др.; корпорации, предоставящи фондова борса и застрахователна борса.

Каптивните финансови институции и заемодатели обхващат юридически лица като тръстове, сметки на агенции; холдингови компании, които държат контролни нива на собствения капитал на група дъщерни дружества и чиято основна дейност е притежаването на групата;

а. заемодатели, корпорации, заети в заеми на студенти или за външна търговия от фондове, получени от спонсор като правителствено звено или институция с нестопанска цел и зложни къщи, които се занимават предимно с кредитиране;

б. държавни фондове със специално предназначение, обикновено наречени суверенни фондове за благосъстояние, ако са класифицирани като финансови корпорации.

6. Застрахователни дружества и пенсионни фондове (S.128+S.129, **ЗОФ**).

7. Държавно управление, (Общо S.13, **Държава**).

8. Домакинства и НТООД, (S.14+S.15, **Население**).

9. Останал свят, (S.2, **Чужбина**).

Фигура 8 показва структурата на финансовите активи по сектори на икономиката. Общият размер на финансовите активи на неконсолидирана база нарастват от 77015 милиона лева през 2000 г. на 572194

милиона лева към края на 2018 г. Това е значителен ръст от над 7 пъти, което превишава дори и субективните усещания на автора за реалната инфлация за този период. Най-очевидният печеливш за периода е секторът „Население“, чийто дял нараства от 11.5% на 22.8% от финансовите активи. Най-големият губещ е държавата, чийто относителен дял се свива от 22.4% от финансовите активи на 4.9%. Все пак, като абсолютна сума, финансовите активи нарастват от 21.4 на 33 млрд. лева. Другите губещи сектори са тези на централната банка и Чужбина.²⁴

Секторът, който държи най-висок дял от финансовите активи е този на фирмите. През 2000 г. на тях са принадлежали 24.6% от всички активи, а през 2018 г. – 28.0%. Относителният дял на нефинансовите предприятия е бил рекордно висок за периода, 35.2% през 2010 г., но оттогава лъкатушещо намалява. Други печеливши сектори са тези на търговските банки, на застрахователните и осигурителните фондове и на другите финансови посредници. Секторът на инвестиционните фондове е без изменение – 0.2% от финансовите активи.²⁵ На фона на значителното нарастване на активите в икономиката и като се има предвид, че около 2000 г. е практическят старт на индустрията на инвестиционните фондове, този дял е отражение на нейното плачевно състояние.

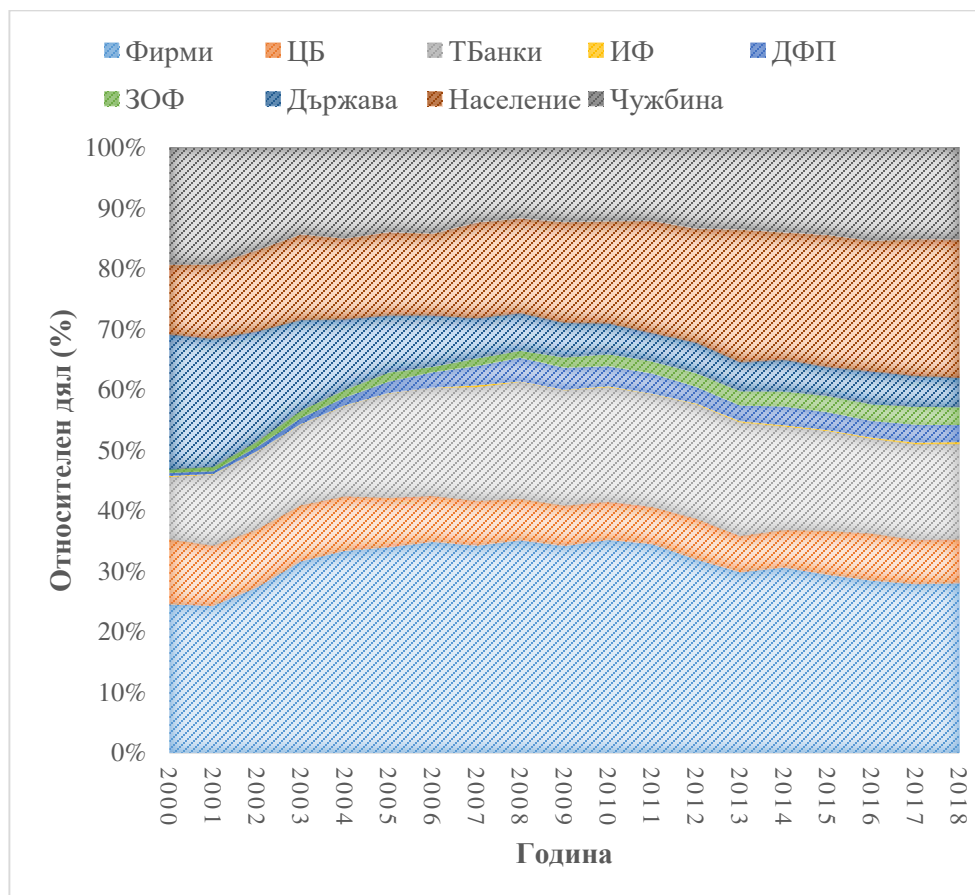
Фигура 9 показва структурата на финансовите активи в страните от Европейския съюз²⁶ по сектори на икономиката за 2018 г. За разлика от Фигура 8, показваща динамиката на структурата на финансовите активи за България, тук не са включени активите на централните банки поради липса на данни за някои от европейските страни. Характерното за България, в сравнение с другите страни от ЕС, е *високият дял на финансовите активи, притежавани от фирми*. Висок дял на активи, притежавани от фирми, се наблюдава още в Румъния, Хърватия и Франция. За континентална Европа е характерна доминацията на косвеното посредничество, доминирано от търговските банки (Георгиев, 2017). Единствено Нидерландия, Ирландия, Люксембург, Кипър и Малта са извън доминацията на търговските банки. За последните три страни, първата от които е финансов център, а останалите две офшорни такива, е характерна доминацията на инвестиционните фондове и другите финансови посредници. Кое е характерното за България, сравнена с останалите страни от ЕС? На първо място, това е, че малко под 50% от финансовите активи са собственост на фирмите и търговските банки.

²⁴ Сумарно „Чужбина“ (Останал свят) се включва в някои от останалите сектори, когато собственик на активите са чуждестранни физически или юридически лица.

²⁵ Това е и причината, този сектор да е неразличим във Фигура 8.

²⁶ Страните са подредени според размера на финансовите активи.

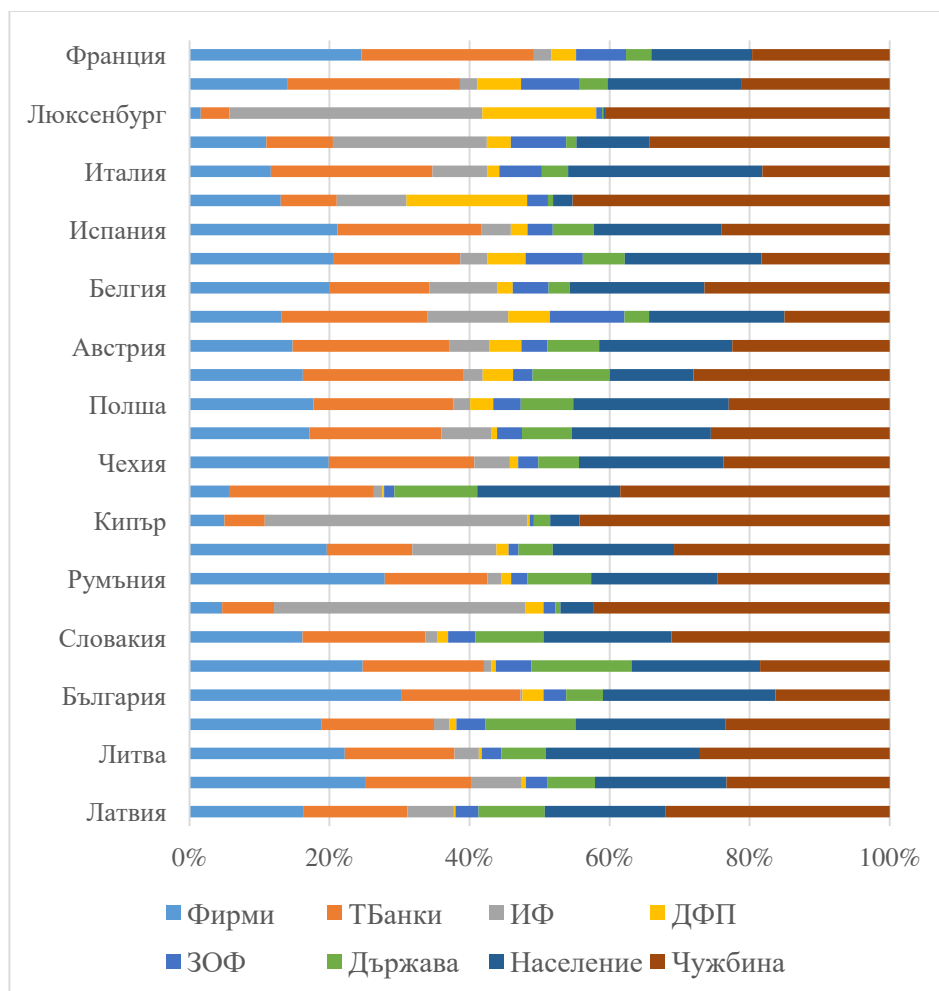
Единствено Франция е с по-висок дял на финансовите активи, собственост на фирми и търговски банки.



Фигура 8. Структура на финансовите активи в България по сектори на икономиката 2000–2018 г.

Източник: НСИ, Финансови национални сметки за съответните години

На второ място, което е може би най-поразителното – България е с най-нисък дял на финансовите активи, държани от инвестиционни фондове. Делът е пренебрежимо малък, за да бъде забелязан на Фигура 9. Другите европейски страни с незначителен дял на инвестиционните фондове в структурата на активите за 2018 г. са Гърция, Словения, Словакия, Хърватия и Румъния. На трето място, характерен е високият дял на финансовите активи, притежание на населението. По този показател България е сходна с Италия.

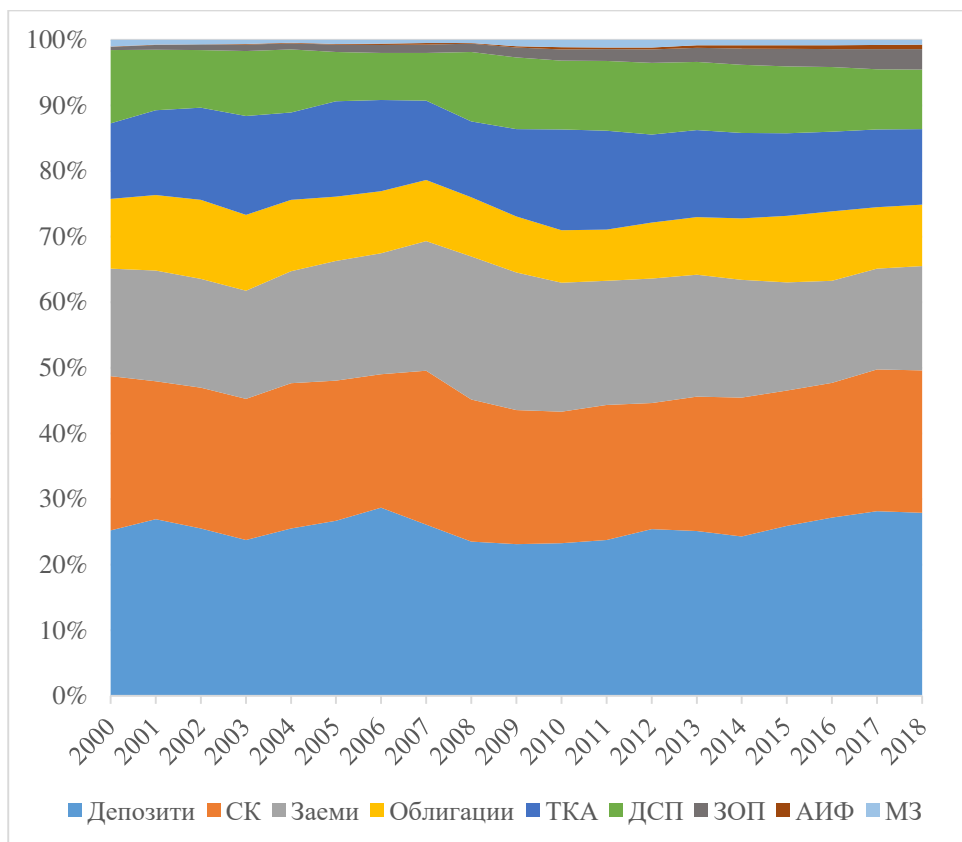


Фигура 9. Структура на финансовите активи в страните от Европейския съюз по сектори на икономиката – 2018 г.

Източник: Eurostat, Financial balance sheets [NASA_10_F_BS]

Фигура 10 разглежда динамика на структурата по видове финансови активи в България от 2000 г. до 2018 г. Най-голям дял от активите имат депозитите, следвани от собствения капитал и заемите. Трите вида инструменти поддържат ниво над 60% и ако бъдат прибавени облигациите – над 70% от всички активи. От графиката проличават слаби вариации в депозити, собствен капитал, заеми и облигации – предизвикани основно от промените в размера на депозитите. Следва да се отбележат бавният ръст и малкият дял на застрахователите и осигурителите. Почти 20 години след реформата и въвеждането (частично) на капиталово-покрития принцип в пенсионното осигуряване, активите на

пенсионните дружества предизвикват едва забележителна промяна в структурата на активите.



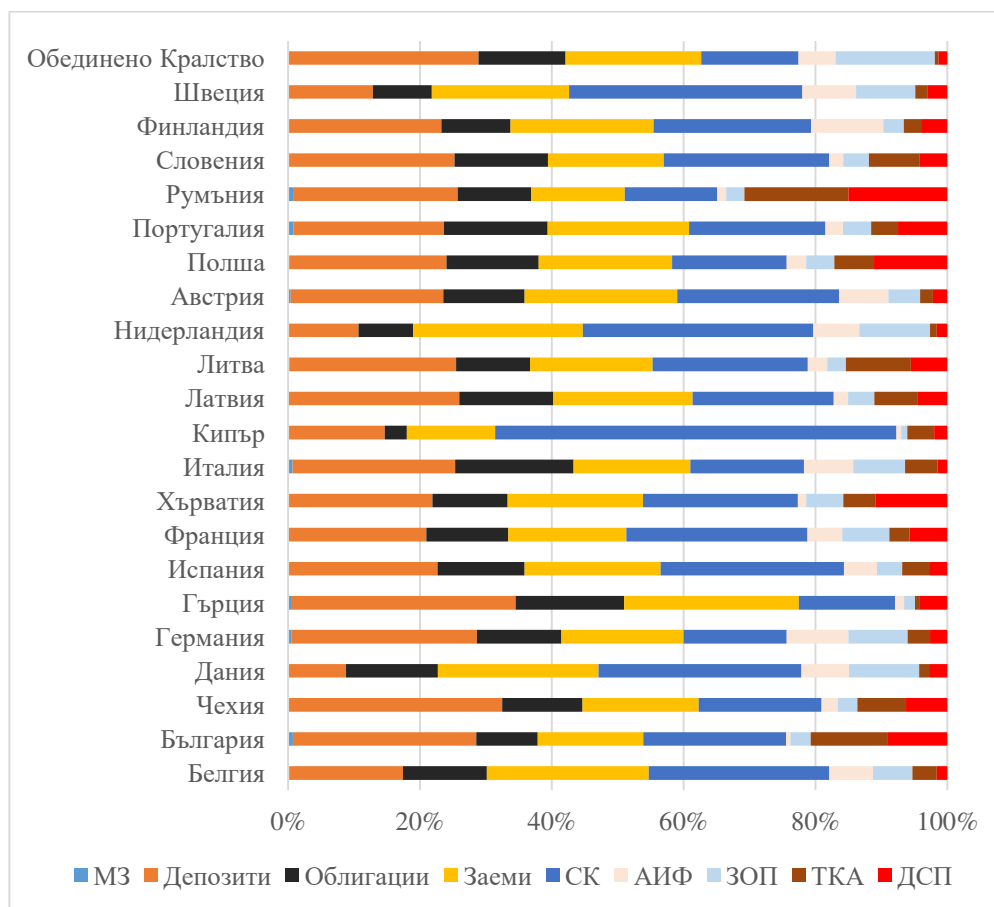
Фигура 10. Динамика на структурата на финансовите активи в България по видове активи 2000–2018 г.

Източник: НСИ, Финансови национални сметки за съответните години

Търговските кредити и аванси (ТКА) и други сметки за получаване (ДСП) поддържат стабилна пропорция, като през периода 2009–2013 г. има слабо изразено нарастване, вероятно поради нарастналата маса на несъстоятелност, последвала финансовата криза от 2007–2009 г.

Фигура 11 показва структурата на финансовите активи в България и държави от ЕС за 2018 г. България е страната с най-голям дял депозити спрямо останалите страни от ЕС. Обединеното Кралство е на второ място, но затова има рационално обяснение – големият дял чуждестранни студенти и чуждестранни работници, които отварят разплащателни и спестовни сметки за плащане на наеми, сметки и такси. На

второ място, това е най-ниският дял на акции на инвестиционните фондове (АИФ). Няма друга европейска държава с толкова нисък дял на АИФ в структурата на финансовите активи! Не на последно място – изключително висок дял на ТКА и ДСП, като само Румъния е пред България. Това говори за проблеми – най-вече забавяне на разплащанията между стопанските субекти.

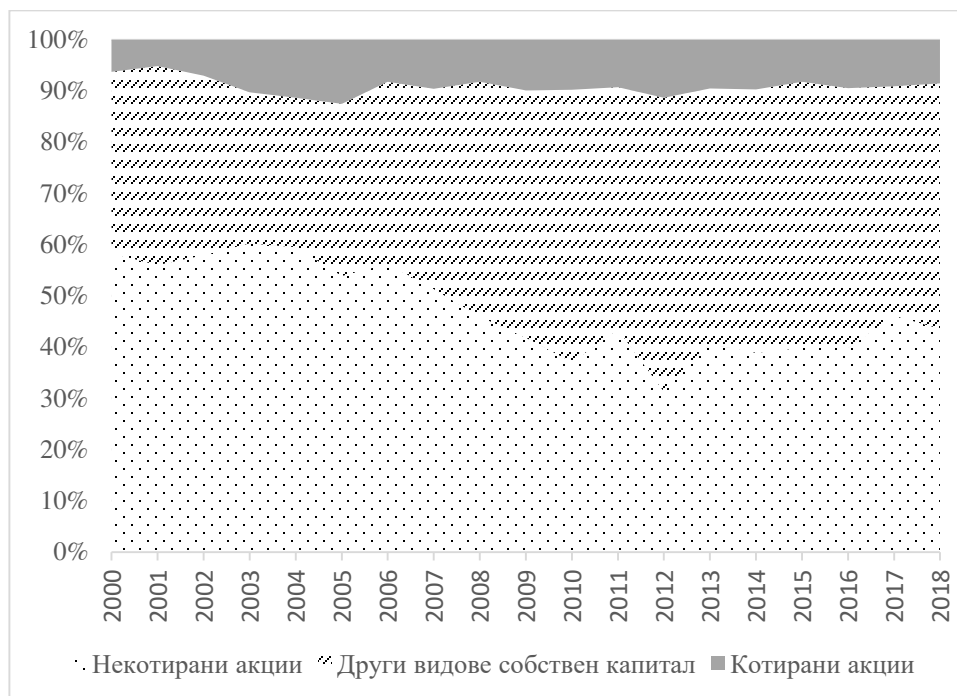


Фигура 11. Структура на финансовите активи в България и ЕС по видове активи за 2018 г.

Източник: Eurostat, Financial balance sheets [NASA_10_F_BS]

Собственият капитал има относително висок дял в структурата на финансовите активи, но как той е разпределен по категории – некотираните акции (НКА), котираните акции (КА) и други видове собствен капитал (ДСК)? Отговор на този въпрос дава Фигура 12. През 2000 г. некотираните акции доминират собствения капитал. Котираните акции

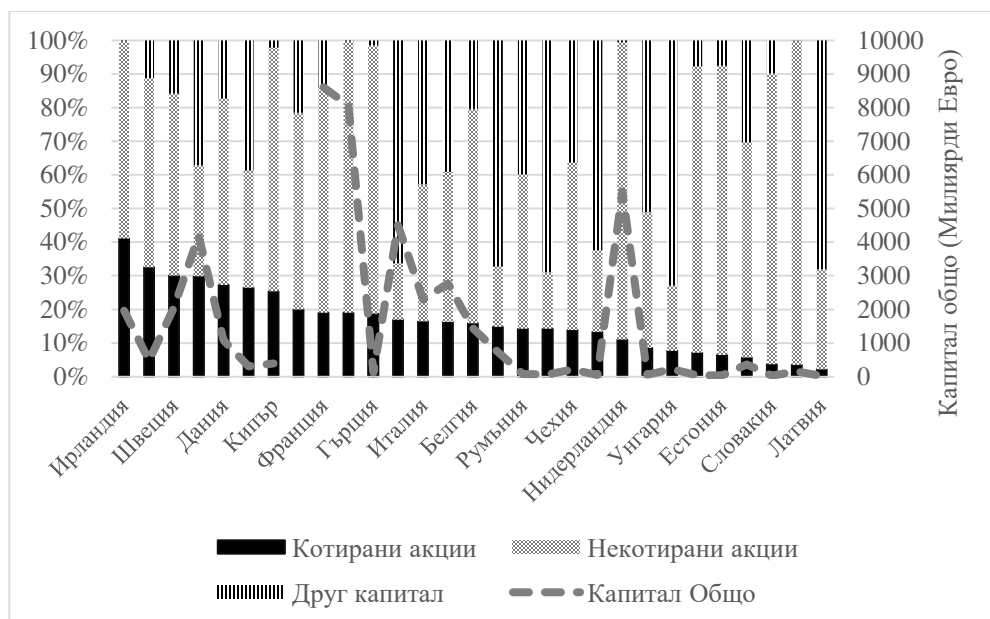
са 5.6% от собствения капитал, което е естествено предвид реалното начало на функциониране на фондовия пазар.



Фигура 12. Динамика на елементите на собствения капитал за България (2000–2018 г.)

Източник: НСИ, Финансови национални сметки за съответните години

Какви са промените след 18 години? Видно е значително намаляване на некотираните акции, но това е основно за сметка на увеличението на другите видове собствен капитал. Делът на котираните акции нараства от 5.62% на 8.37%, което е твърде незначително за един стартиращ и нововъзникващ капиталов пазар. Дали тази пропорция е типична за страните от ЕС и по-специално – новите членки – дава отговор Фигура 13. Лявата скала на фиг. 13 показва процентното разпределение на собствения капитал между котираните, некотираните акции и друг капитал. Дясната (пунктирна линия) – собственият капитал на дадената страна в милиарди евро за 2018 г.



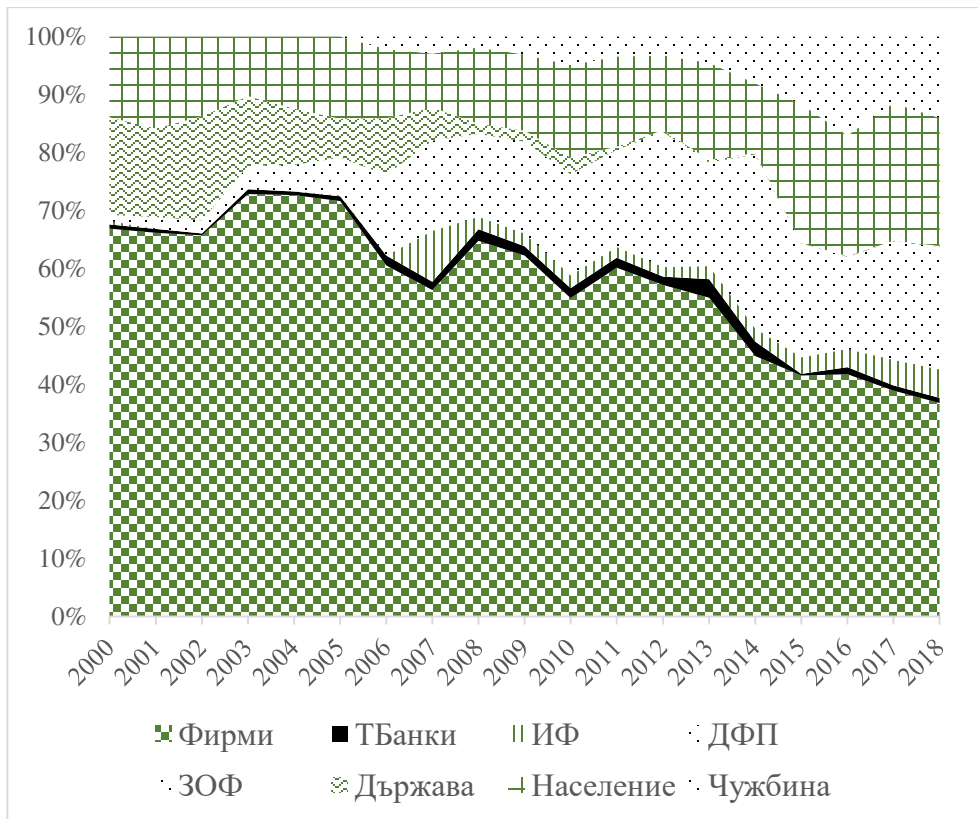
Фигура 13. Структура на елементите и размер на собствения капитал в ЕС (2018 г.)

Източник: Eurostat, Financial balance sheets [NASA_10_F_BS]

Страната с най-голям относителен размер на котираны акции от собствения капитал е Ирландия – над 40%. Следват страни, които принадлежат на северната част от Европа и са от групата на „старите“ страни–членки на ЕС. Изключение прави Кипър, като възможното обяснение е свързано с наличието на офшорни услуги. От другия край на скалата изключение прави Нидерландия (би следвало да има по-висок относителен дял на котираны акции), но все пак става въпрос за обща сума на собствен капитал, който е по-голям дори от този на Германия и на Обединеното кралство. Не на последно място страните с по-висок размер на собствения капитал – Франция, Люксембург, Германия, Ирландия и Швеция – имат по-висок дял на котираны акции.

България има относително нисък дял на котираны акции (8.37%), въпреки усилията на държавните институции да стимулират развитието на капиталовите пазари. От фиг. 13 проличава, че страни от групата на новоприсъединилите се в ЕС са с по-добри икономически показатели спрямо тези на България – Полша, Румъния, Хърватска и Словения – имат и относително по-висок дял на котираны акции. Естествено възниква въпросът – как следва да се стимулират стопанските агенти в България с оглед нарастване инвестициите в капиталовия пазар, приемайки наличието на жизнени инвестиционни алтернативи? Една

възможност, отнасяща се до индивидуалните инвеститори, е приспадане от данъчната основа на инвестиции в борсово-котираните акции до определена сума.



Фигура 14. Относителен дял на финансовите активи в котираните акции по сектори на икономиката (2000–2018 г.)

Източник: НСИ, Финансови национални сметки за съответните години

Фигура 14 предоставя информация за относителен дял на финансовите активи в котираните акции по сектори на икономиката. През 2000 г. най-висок дял принадлежи на фирмите (66.8%), следвани от държавата (16.8%) и населението (13.9%). Останалите сектори са с пренебрежимо незначителни дялове, а чужбина е с 0%. През 2018 г. се наблюдават значителни структурни промени. Налице са 2 губещи сектора. Делът на фирмите намалява почти двойно на 36.8%, а този на държавата – буквално се „стопява“ на 0.15%. Възможно е, действителният дял на фирмите да не е претърпял такова значително намаление, ако приемем хипотезата, че част от намалението се дължи на прехвърлянето на

средства от „Фирми“ във фирми, регистрирани в чужбина, основно в офшорни зони, чийто дял нараства от 0 на 14%.

Основните печеливши са вече споменатата „Чужбина“, Застрахователните и осигурителни фондове (ЗОФ, от 0.4% на 20.3%) и инвестиционните фондове (ИФ, от 0.6% на 4.9%). Нарастването на последните обаче е незначително предвид потенциала на индустрията. Делът на „Население“ също нараства – от 13.9% на 22.1%, но това нарастване не отговаря на промяната в равнищата на лихвените проценти по депозити (високи 2000 г., ниски 2018 г.), нито на нарастването на финансовите активи от 11.5% на 22.9% от общо финансовите активи. Другите финансови посредници (ДФП) регистрират нарастване от 2003 г. с кулминация между 2007–2012, след което следва свиване до 0.8%.

Заклучение

Капиталовите пазари в България възникват сравнително късно. Те не са факт непосредствено след Освобождението от турско робство. Появата им е след прокламирането на независимостта на държавата. Но последвалите Балканска, Междусъюзническа и Първа световна война и Голямата депресия забавят развитието на капиталовите пазари. 30-те години на миналия век са може би един благодатен период за развитието им, който бива прекъснат от Втората световна война и последвалата смяна на политическия режим, за почти половин век.

Новото начало на пазарната икономика постави развитието на капиталовите пазари пред дилема. Липсва първичен, както и вторичен пазар. Първичният пазар е този, на който емитентите набират реално капитал, но без вторичен такъв – процесът на емитиране на нови акции е затруднен. Раздържавяването, започнало през 1995 г. чрез масова приватизация, има за цел развитието и на двата сектора на капиталовия пазар. Идеята, довчерашните колективни собственици на социалистическата държава да станат „капиталисти“ (акционери), бе опорочена и приватизираната собственост се оказва в ръцете на малка група едри акционери.

За последните 20 години българският капиталов пазар е с ниска активност на първичния пазар, с нисък оборот на вторичния пазар и с ниска капитализация спрямо БВП. Основният дял от собствения капитал е съсредоточен в некотираните акции и друг вид капитал. Голям е делът на заемите от финансовите активи.

Основните пречки пред развитието на капиталовия пазар са защитата на правата на собственост, корпоративното управление, контролът на търговията с вътрешна информация, липсата на жизнени

капиталови проекти и защитата на миноритарните акционери при високата концентрация на акционерната собственост. Иначе – делът на спестяванията не следва да е толкова висок при наблюдаваните нулеви лихвени проценти.

В системата на корпоративно управление липсват ефективни механизми както и законодателство, което ефективно да защитава миноритарните акционери от експроприация на финансовите резултати в полза на мажоритарните акционери. Липсват практики за предлагане на преференциални акции на работниците и служителите в публичните дружества, както и законодателното осигуряване на техен представител в управителния съвет.

Не случайно България се класира на едно от последните места по относителен дял на активите в котираните акции и инвестиционни фондове сред страните от ЕС.

Така изследователската теза, че за развитието на директното посредничество (пазарът на акции) в България е налице значителен потенциал, но развитието му е възпрепятствано от редица фактори, отнасящи се до институционалната рамка на правата на собственост и корпоративното управление, не може да бъде отхвърлена.

Използвани източници

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt & R. Levine. (2003) Law, Endowments and Finance, *Journal of Financial Economics*, 70, 137-81.
- Beck, Thorsten (2000). Impediments to the Development and Efficiency of Financial intermediation in Brazil, *World Bank Working Paper*, Washington D.C.
- Bloomberg TV Bulgaria (2020). *КЛУБ INVESTOR*, 18.07.2020, Достъпно на: <https://www.bloombergtv.bg/a/20-klub-investor/80015-kamenkolchev-chlenstvoto-ni-v-erm-ii-e-kotva-na-stabilnostta>
- Bonser-Neal, C. & Dewenter, K. (1999). Does Financial Market Development Stimulate Savings? Evidence from Emerging Stock Markets, *Contemporary Economic Policy*, Volume 17, Issue3, July 1999, Pages 370-380.
- Cheung C.S. & I. Krinsky (1994). Information Asymmetry and the Underpricing of initial Public Offerings: Further Empirical Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.21 (5, July).
- Chuppe T. & Atkin, M. (1992). Regulation of Securities Markets: Some recent trends and their Implications for emerging Markets, *Policy Research Working Papers (Economics)* The World Bank, WPS 829.

- Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (1993). *Stock Market Development and Financial Intermediary Growth*, World Bank Publications.
- Demirguc-Kunt, Asli & Levine, Ross (1996). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, *World Bank Economic Review* Vol. 10, No. 2, May 1996, Page: 291-321, ISSN: 1564-698X.
- Dima, B., Barna, F. & Nachescu, M. L. (2018). Does rule of law support the capital market?, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja* Volume 31, 2018 - Issue 1, 461-479.
- ECHR (2020) Overview 1959-2019, © *European Court of Human Rights*, February 2020, www.echr.coe.int., Visited:14/10/20, 12.24 hrs.
- ESA (2013) European system of accounts ESA 2010, Luxembourg: *Publications Office of the European Union*, 2013 ISBN 978-92-79-31242-7.
- Farooq O. & Hamouda, M. (2016). Stock price synchronicity and information disclosure: Evidence from an emerging market, *Finance Research Letters*, Volume 18, August 2016, Pages 250-254.
- Goldsmith R. W. (1969). *Financial Structure and development*, New Haven CT: Yale University Press.
- Kim, E. H. & Singal, V. (2000). Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies, *The Journal of Business* Vol. 73, No. 1 (January 2000), pp. 25-66 (42 pages).
- Kumar M. S & Feldman R. A. (1995). Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns, *The World Bank Research Observer*.
- Kumar, P. C. & Tesetsekos, G. P. (1999). The Differentiation of Emerging Equity Markets, *Applied Financial Economics*, 9, 443-453.
- La Porta, R., Lopez - de Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance* 55, 1-33.
- Levine, R. (1990). Stock Market Growth, and Policy, Research, and external Affairs, Working Papers Macroeconomic Adjustment and Growth-*The World Bank-WPS*, 484.
- Li, W. & Ellefsen, R. H. (2004). *Characteristics of Emerging Markets*, Case Study, Darden School of Business.
- Mathieu, M. (2020). Annual Economic Survey of Employee Share Ownership in European countries in 2019, *European Federation of Employee Share Ownership*, ISBN: 978-2-930903-25-5.
- Modigliani, F. & Perotti E. (1997). Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets, Managerial and decision Economics, Special Issue: The Use of Finance and Economics in Securities Regulation and Corporation Law, Volume 18, Issue 7-8, pp. 519-528.
- Morgan, E. Victor & Thomas, W.A. (1969). *The stock exchange: Its History and Functions*, Elek Books, London.

- Munkholm, N. V. (2018). *Board level employee representation in Europe: an overview*, Directorate General for Employment, Social Affairs and Inclusion.
https://eu.eventscloud.com/file_uploads/e0bd9a01e363e66c18f92cf50aa88485_Munkholm_Final_EN.pdf (посетено: 16/11/20, 17.43)
- Muravyev, A. (2013). Investor Protection and the Value of Shares: Evidence from Statutory Rules Governing Variations of Shareholders' Class Rights in an Emerging Market, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 29(6), pp. 1344-1383.
- Pagano, Marco (1993). Financial markets and growth An overview, *European Economic Review* 37, 613-622. North-Holland, Financial Markets and the Macroeconomy.
- Pardy (1992). Institutions Reform in Emerging Securities Markets, Policy Research Working Papers, WPS 907, *The World Bank* Washington D.C. pp 181-201.
- Petram, L. O. (2011). *The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700*. Eigen Beheer.
- Property Right Alliance (2019). International Property Rights Index (IPRI), <https://internationalpropertyrightsindex.org/countries>.
- SNA (2009). European Communities, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations and World Bank, System of National Accounts 2008, United Nations, New York, 2009, ISBN 978-92-1-161522-7.
- Zahariev, A. B., Pavlov, T. & Petkov K. (2016). Evaluation of Exogenous Variables as P/E Determinants: Theoretical Aspects and Empirical Evidences of Balkan Capital Markets, *Social Science Research Network*,
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2807603.
- Агайн-Гури, Р. (2010). Пазарна манипулация може да се осъществи и с малко ценни книжа (интервю), *Агенция Фокус*, 15/03/2010 г. <http://m.focus-news.net/?action=opinion&id=14371> (посетено на 19/11/20).
- Василев, Н. (2014). *Меню за реформатори. Визия за модерната икономическа политика*, София, Сиела.
- Вачков, С. (2009). Власт, икономическа свобода и влияние на банките, във *Финансови измерения на икономическата свобода, СТЕНО*, Варна.
- Георгиев, К. (2012). Прогнозира ли кривата на доходността рецесията в българската икономика, *Изв. Сп. Икон. унив. – Варна*, бр. 2, ISSN: 1310-0343, с. 110 – 120.

- Георгиев, Л. (2017). Проблемът “свръхбанкиране” и структурната реформа в европейския финансов сектор, *Икономически и социални алтернативи*, брой 1, 46-57.
- Георгиев, Л. & Найденова, К., (2020). Развитие на водещите фондови пазари и предизвикателствата пред „БФБ-София“ АД, *Научни трудове на УНСС*, том 1, 223-258.
- Денчева, Р. (2019). „Спящите акции“ втора серия, в-к *24 Часа online*, 21.01.2019 <https://www.24chasa.bg/novini/article/7254207> (посетено на 30/10/20, 16.25 ч.)
- Здравкова, Л. & Манчева, М. (1998). Спорната работническо-мениджърска приватизация, в-к *Капитал*, 30 май 1998. https://www.capital.bg/politika_i_ikonomika/bulgaria/1998/05/30/244811_spornata_rabotnichesko-menidjurska_privatizaciia/
- Иванчев, Б. (2014). История на българския капиталов пазар Том I (1862–1948), Изток-Запад, ISBN 978-619-152-553-9.
- Институт за пазарна икономика, ИПИ (2008). *Свободните пазарни решения; опит, казуси и теория през погледа на Института за пазарна икономика*, Прима принт, ISBN 978-954-8624-19-0.
- Ненков, Д. (2007). Коефициентни методи за определяне стойността на компаниите. Същност и особености на коефициента “цена-доход, Годишно издание с научни трудове на УНСС, София, Том II, стр. 243-285.
- Ненова, М. Н. & Канавесе, А. (1996). *Поведение на държавните предприятия и инфлация*, Министерство на икономическото развитие, АИПР, ISBN 954-567-019-3.
- Рафаилов, Д. (2003). *Капиталова структура на фирмата*, Славена, ISBN/ISSN: 954-579-266-3.
- Рафаилов, Д. (2011). *Корпоративна дивидентна политика*, СТЕНО, Варна, ISBN/ISSN: 978-954-449-571-8.
- Сугарев, Е. Масовата приватизация и нейните масирани грабежи, <http://www.corruptionbg.com/Masovata-privatizaciq-i-neinite-masirani-grabeji> (посетено: 30/10/20, 15.33 ч.)
- Тодоров, И. & Дурова, К. (2016). Икономическият растеж в България и неговите детерминанти, *Икономически изследвания*, Книга 4, *Институт за икономически изследвания*, БАН, стр. 34.
- Томов, А. (2009). *Българският преход 20 години по-късно*. София: Фондация „20-ти век“, 2009, с. 92–93.
- Филипов, Н. (2015). Ефективен капиталов пазар в България – мисията невъзможна, *Инвестор.бг*, 01.08.2015, <https://www.investor.bg/blogosfera/363/a/efektiven-kapitalov-pazar-v-bylgariia--misiyata-nevuzmojna-199784/>

РАЗВИТИЕ И СЪСТОЯНИЕ НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Доц. д-р Йордан Йорданов
Икономически Университет – Варна

Резюме: Настоящото изследване има за цел да проследи развитието на капиталовите пазари в България от началото на новото хилядолетие до наши дни с фокус – пазарът на акции. Задачите във връзка с поставената цел са: проследяване активността на фондовата борса – пазарна капитализация, оборот и IPOs; съпоставяне спрямо аналогичните показатели на други държави от Европейския съюз (ЕС) и света; литературен обзор на факторите, детерминиращи развитието на капиталовите пазари и анализиране на пречките за развитието на Българската фондова борса (БФБ); анализиране на паричните баланси (потоци) на финансовите активи в страната по стопански субекти, обзор на структурните промени в паричните баланси на база на сравнения със страните от ЕС; очертаване на потенциалните източници за растеж на капиталовия пазар.

Изследователската теза постулира, че за развитието на директно-то посредничество (пазарът на акции) в България е налице значителен потенциал, но развитието му е възпрепятствано от редица фактори, отнасящи се до институционалната рамка на правата на собственост, корпоративното управление и високата концентрация на собственост на листваните компании.

Основните изводи са, че българският капиталов пазар е с ниска активност на първичния пазар, с нисък оборот на вторичния пазар и с ниска капитализация спрямо БВП. Основният дял от собствения капитал е съсредоточен в некотираните акции и друг вид капитал. Голям е дялът на заемите от финансовите активи. Пречките пред развитието на капиталовия пазар са защитата на правата на собственост, корпоративното управление, контролът на търговията с вътрешна информация, липсата на жизнени капиталови проекти и защитата на миноритарните акционери при високата концентрация на акционерната собственост.

Ключови думи: фондов пазар, пазарна капитализация, оборот, IPOs, анализ на паричните потоци.

JEL: G10, G18, G30.

THE DEVELOPMENT AND CURRENT STATE OF THE BULGARIAN CAPITAL MARKET

Assoc. Prof. Yordan Yordanov, PhD
University of Economics – Varna

Abstract: This paper investigates the development of the capital markets in Bulgaria, with an emphasis on stocks, from the new millennium to present days. The tasks are: to trace the stock market activity – market cap, turnover and IPOs; to compare similar indicators of other countries in the European Union (EU) and the world; to perform a literature review of the factors determining the development of the capital markets; to analyze those factors that hinder the development of the Bulgarian Stock Exchange (BSE); to compare and contrast cash balances (flows) of the financial assets in the country by economic entities; to review the structural changes on the basis of comparisons to EU countries; to outline the potential sources for the capital market growth.

The research thesis postulates that there is significant potential for the development of direct intermediation (stock market) in Bulgaria, but its development is hampered by a number of factors related to the institutional framework of property rights, corporate governance and high concentration of ownership of listed companies.

The main conclusions are that the Bulgarian capital market has low primary market activity, low turnover on the secondary market and low capitalization relative to GDP. The main part of equity is unquoted shares and other capital. The share of loans from financial assets is large. Obstacles to the development of the capital market are the protection of property rights, corporate governance, control of insider trading, lack of viable capital projects and the weak protection of minority shareholders in the highly concentrated shareholder ownership.

Keywords: Stock Market, Market Cap, Turnover, IPOs, cash flow analysis.

JEL: G10, G18, G30.

Съдържание

Увод	7
1. Възникване и най-нова история на фондовата борса у нас	8
2. Фактори за развитие на фондовата борса	15
3. Активност на първичния и вторичния пазар.....	20
4. Какво пречи на развитието на БФБ?	29
5 Анализ на паричните баланси (потоци).....	35
Заклучение	48
Използвани източници.....	49

ТОМ СХХІІ

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ "Д. А. ЦЕНОВ"
СВИЩОВ



ГОДИШНИК

ТОМ СХХІІІ

2020

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Ем. Чакъров, 2

АКАДЕМИЧНО ИЗДАТЕЛСТВО „ЦЕНОВ”
Свищов, ул. Градево, 24

**ГОДИШНИК
ТОМ СХХІІІ**

Даден за печат на 01.12.2020 г.
Печатни коли 22,5; формат 16/70/100; тираж 50 бр.
Излязъл от печат на 17.12.2020 г.

ISSN 0861–8054

Съдържание

Йорданов, Й. Развитие и състояние на българския капиталов пазар	7
Емилова, И., Динков, М. Мобинг – субективно усещане или обективно състояние в организацията.....	57
Бонева, М. Изследване на тенденциите за развитие на електронните услуги	91
Ненова, Р. Влияние на рентата върху цената на земеделската земя в България.....	123
Чиприянов, М. Нови парадигми в планирането.....	159