



ЦЕНТЪР ЗА
ИКОНОМИЧЕСКО
РАЗВИТИЕ

**АНАЛИЗ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР
И
СТРАТЕГИЯ НА БФБ-СОФИЯ
ЗА НЕГОВОТО РАЗВИТИЕ ДО 2007 ГОДИНА**

Януари 2005 г.

Изготвен от екип на Центъра за икономическо развитие с ръководител Ивайло Николов.
Социологическото проучване е проведено от Агенцията за социални и пазарни проучвания
“Естат”.

Съдържание	
ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ	3
СПИСЪК НА ТАБЛИЦИ И ГРАФИКИ	4
1. ВЪВЕДЕНИЕ	5
2. МЯСТО НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР	8
3. СЪСТОЯНИЕ	9
ОБОБЩЕНИ ПОКАЗАТЕЛИ	9
ПАЗАРИ НА АКЦИИ.....	10
ПАЗАРИ НА ОБЛИГАЦИИ.....	14
БЛОКОВА ТЪРГОВИЯ	15
ПРИВАТИЗАЦИЯ.....	17
ИНВЕСТИТОРИ.....	19
SOBOS	23
ДАНЪЧЕН РЕЖИМ.....	24
<i>Физически лица</i>	24
<i>Юридически лица (предприятия)</i>	25
4. НАГЛАСИ КЪМ КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР: СОЦИОЛОГИЧЕСКИ ИЗСЛЕДВАНИЯ.....	27
МЕТОДИЧЕСКИ БЕЛЕЖКИ	27
СЪСТОЯНИЕ	27
ПЕРСПЕКТИВИ И ПРОГНОЗИ	30
ПРЕДЛОЖЕНИЯ ЗА ПРОМЕНИ И ПРЕПОРЪКИ	32
5. ФАКТОРИ ЗА РАЗВИТИЕ: НАЧАЛЕН ИКОНОМЕТРИЧЕН МОДЕЛ.....	33
МНОГОМЕРЕН ЛИНЕЕН РЕГРЕСИОНЕН АНАЛИЗ	34
ТЕСТ ЗА СТАЦИОНАРНОСТ	37
VAR МОДЕЛ НА РАЗВИТИЕТО И РАСТЕЖА	38
6. ОБЩИ ПЕРСПЕКТИВИ ПРЕД БФБ-СОФИЯ.....	40
ОБОБЩАВАЩИ ХАРАКТЕРИСТИКИ ЗА СЪСТОЯНИЕТО	40
КОНТЕКСТЪТ НА ПРИСЪЕДИНЯВАНЕ КЪМ ЕС	41
ОБЩИ ПЕРСПЕКТИВИ ПРЕД БОРСИТЕ ОТ ЦИЕ.....	44
ОБЩИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕД РАЗВИТИЕТО НА БФБ – София.....	44
ПРЕДЛОЖЕНИТЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРАВИЛНИКА НА БФБ-София и в ЗППЦК	45
7. ОБЩА СТРАТЕГИЯ ЗА РАЗВИТИЕ.....	48
ПРИВЛИЧАНЕ НА ЕМИТЕНТИ	48
ДАНЪЧНИ СТИМУЛИ	48
НОВИ ПРОДУКТИ И ПАЗАРИ.....	48
ОРГАНИЗАЦИОННО И СТРУКТУРНО РАЗВИТИЕ НА БФБ-София	49
ОБЩА ПОПУЛЯРИЗАЦИЯ НА БФБ-София	50
РЕГИОНАЛНА ПОЛИТИКА НА БФБ-София	50
8. ИЗПОЛЗВАНА И ДОПЪЛНИТЕЛНА ЛИТЕРАТУРА	52

ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ

АИАП	Агенция за икономически анализи и прогнози
АИКБ	Асоциация на индустриалния капитал в България
АТБ	Асоциация на търговските банки
БВП	Брутен вътрешен продукт
БНБ	Българска народна банка
БТК	Българска телекомуникационна компания
БФБ-София	Българска фондова борса – София АД
ДЦК	Държавни ценни книжа
ЕК	Европейска комисия
ЕС	Европейски съюз
ЗОДФЛ	Закон за облагане доходите на физическите лица
ЗКПО	Закон за корпоративното подоходно облагане
ЗППЦК	Закон за публичното предлагане на ценни книжа
КФН	Комисия за финансов надзор
МИ	Министерство на икономиката
МСП	Малки и средни предприятия
МФ	Министерство на финансите
ТЕЦ	Топлоелектрическа централа
ЦД	Централен депозитар
ЦИЕ	Централна и източна Европа

СПИСЪК НА ТАБЛИЦИ И ГРАФИКИ

- Таблица 1.* Дълбочина на финансовото посредничество, % от БВП в края на периода
- Таблица 2.* Показатели за търговията на БФБ-София
- Таблица 3.* Свободен обем при регистрираните в ЦД публични дружества, %
- Таблица 4.* Показатели за пазарна капитализация на БФБ-София, пазари на акции, лв
- Таблица 5.* Коефициенти на месечна ликвидност на пазарите на акции, %
- Таблица 6.* Облигации на БФБ-София
- Таблица 7.* Блокова и обща търговия, месечни данни
- Таблица 8.* Период на регистриране на дружествата, търгувани днес на БФБ-София
- Таблица 9.* Приватизационен пазар и обща търговия, месечни данни
- Таблица 10.* Дял на професионалните инвеститори в сделките за собствена сметка, средномесечно, %
- Таблица 11.* Дял на професионалните инвеститори в капитала на публичните дружества, средномесечно, %
- Таблица 12.* Дял на чуждестранните инвеститори в сделките за собствена сметка, средномесечно, %
- Таблица 13.* Дял на чуждестранните инвеститори в капитала на публичните дружества, средномесечно, %
- Таблица 14.* Брой физически лица, осъществили поне 5 сделки за покупка или продажба на ценни книжа през годината
- Таблица 15.* В каква степен сте запознат какво представлява следното
- Таблица 16.* Потенциал на капиталовия пазар
- Таблица 17.* Променливи за регресионния анализ
- Таблица 18.* Оценка на параметрите
- Таблица 19.* Тест за стационарност на ликвидността
- Таблица 20.* Оценки на VAR системата.
- Графика 1.* Движение на SOFIX (23 октомври 2000г. – 29 декември 2004г.)
- Графика 2.* Брой регистрирани емисии от акции
- Графика 3.* Месечни съотношения блокова/обща търговия
- Графика 4.* Приватизационни пазари и ликвидност, месечни данни
- Графика 5.* Месечни обеми чуждестранни инвестиции в акции от публични дружества, лв.
- Графика 6.* Месечни съотношения COBOS/обща търговия
- Графика 7.* Какви са прогнозите ви за развитието на българския капиталов пазар?
- Графика 8.* Коефициенти на ликвидност, %

1. Въведение

Настоящият материал е изготвен по поръчка на БФБ-София в изпълнение на договора между борсата и Центъра за икономическо развитие за разработване на анализ на досегашното състояние на капиталовия пазар, Стратегия за развитие на капиталовия пазар до 2007 г. и Програма за осъществяване на Стратегията за развитие на капиталовия пазар.

Материалът цели да анализира състоянието и да изведе проблемите, свързани с развитието на капиталовия пазар. Структурата и съдържанието, избрани тук, имат също така амбицията да предложат един нов за България подход при оценката на състоянието и перспективите пред капиталовия пазар. В хода на изследването бяха преодолени множество затруднения от методологично естество и са разработени редица нововъведения. Дори базата данни, събрана за нуждите на количествения и качествения анализ, представлява сама по себе си новост. Оригиналният подход несъмнено има своите ограничения и недостатъци, но поставя основа, на която могат да бъдат възпроизведени или надградени други подобни изследвания занапред.

Инициативата за разработване на анализа и на стратегията за капиталовия пазар принадлежи изцяло на ръководството на БФБ-София като израз на по-обща загриженост за средносрочните перспективи пред капиталовия пазар у нас независимо от настоящите положителни тенденции в неговото развитие. В този смисъл, намеренията на ръководството на БФБ-София отразяват не само ангажираност с корпоративното бъдеще на борсата, но и разбиране за водещата роля, която борсата следва да има по една подобна стратегия за развитие.

Тази водеща роля се обуславя по две главни причини:

- Променената ситуация след началните години на капиталовия пазар – приключването на приватизационните процеси и фактът на вече изградени институционална и нормативна среда следва да намалят очакванията към държавата и към държавните институции¹;
- Ключовата (в определен смисъл, монополна) позиция на БФБ-София и оттам – особената ѝ уязвимост към евентуално неблагоприятно развитие на българския капиталов пазар.

Ролята на борсата е първостепенна и затова, защото съвременната история на българския капиталов пазар, и особено вторичния пазар, наложи практическото му отъждествяване с БФБ-София. Показателите от търговията там обичайно се възприемат като картина за състоянието и перспективите на пазара. Този подход е възприет и в настоящия материал, където борсовите показатели дават аналитична основа за дискутиране на вариантите за развитие на пазара.

Развитието на капиталовия пазар в България все пак ще бъде функция и на поведението на много други страни и лица от пазара – държавата (МФ, МИ и КФН), Централния депозитар, банките, посредниците, инвеститори и емитенти. Последното от своя страна ще бъде в немалка степен свързано с общите перспективи пред българската икономика. Ето защо, БФБ-София по дефиниция не

¹ За разлика от 1998 г., когато бе приета (от Министерския съвет) първата “Програма за развитие на капиталовия пазар в България”, и от 2002 г., когато бе приета (от Министерството на икономиката) новата “Програма за развитие и стимулиране на капиталовия пазар в България”.

би могла сама да предприеме целия набор от действия, необходими за активизиране и повишаване на ефективността на българския капиталов пазар. Настоящият анализ и стратегията, основана на него, са ограничени най-вече до мястото и ролята на борсата за развитието на капиталовия пазар в България. От това следват поне четири извода.

На първо място, анализът не претендира да изчерпва всички аспекти на текущото развитие или всички проблеми, стоящи пред капиталовия пазар. Освен това материалът е насочен към по-стратегическите проблеми на развитието, поради което в него не винаги открито намират място всички по-технически или вътрешноборсови теми на развитието (например по-детайлни аспекти по усъвършенстване на търговската система, или организационната структура и управлението на персонала на борсата). На трето място, нормално е да се очакват определени инициативи по изпълнение на стратегията и от останалите заинтересувани страни (например КФН, АТБ, АИКБ, асоциации на инвеститори, на посредници, на брокери, на директори за връзки с инвеститорите, други). Не на последно място, поемането на инициативи и от други страни предполага постигане на висока степен на консенсус – но това вероятно се отнася не толкова до наблюденията и изводите от първоначалния анализ, а повече до Стратегията и Програмата за развитие на капиталовия пазар до 2007 г.

Вероятно двете най-важни отправни точки за възприемане на настоящия анализ и на изводите и препоръките от него са следните. Първо, той прави опит за извеждане само на онези стъпки, които най-пряко биха стимулирали пазара (а не онези, които биха отстранили всички несъвършенства или биха обогатили пазарната средата общо). Второ, развитието на капиталовия пазар е поставено като главна стратегическа цел, от гледна точка на БФБ-София, оценено чрез един конкретен и измерим индикатор - ликвидността.

Интересите и компетенциите на борсата предполагат така посочените методологични характеристики на анализа да бъдат определящи и за общата стратегия, както и за по-конкретната програма, за развитие на пазара до 2007 г.

Тук следва да се отбележи, че редакционното приключване на настоящия материал съвпадна с успешната продажба през БФБ-София на остатъчния държавен дял от БТК. Това събитие представлява важна стъпка за развитието и стимулирането на българския капиталов пазар и се очаква то да има дългосрочен положителен ефект. С продажбата на остатъчния дял от БТК и превръщането на БТК в публично дружество борсата регистрира сериозно повишение на капитализацията, оборотите, ликвидността и обемите на търговия. Също така може да се каже, че успехът с тази борсова приватизация дава нов и вече много сериозен аргумент за привличане на БФБ-София и на други оставащи ключови приватизационни сделки.

Макар и сериозно променен след януари 2005 година, българският капиталов пазар остава белязан от много слабости и се нуждае от решителни мерки за стимулиране и развитие. Всички това прави все така актуални настоящия анализ и стратегията за развитие на пазара до 2007 г.

Накрая, авторите на настоящия материал изказват своята благодарност на експертите от БФБ-София и ЦД за предоставените изчерпателни статистически справки. Благодарността е също за всички онези, които дадоха коментари и

препоръки по първоначалния вариант на текст. Изказаните мнения и направените изводи обаче са изцяло авторски и за тях не следва да носят отговорност БФБ-София или други институции или лица, пряко свързани с капиталовия пазар в България.

Януари 2005 г.

2. Място на капиталовия пазар

Дори без навлизане в по-фундаменталната тема за това, доколко българският капиталов пазар изпълнява онези функции, които са присъщи за такъв пазар в развитите икономики, най-общо може да се започне с констатацията, че България се вписва в цялостната картина за региона на ЦИЕ на един относително по-слаборазвит финансов сектор. Характерно за България обаче е и това, че дори при тази ниска основа делът специално на капиталовия пазар е доста малък. Таблица 1 показва актуалната картина за значимостта на капиталовия пазар при финансовото посредничество в България.

Таблица 1. Дълбочина на финансовото посредничество, % от БВП в края на периода

	2001	2002	2003	2004 ²
Активи на банковата система	41.13	45.02	50.34	65.51
Нетни активи на фондовете, управлявани от пенсионноосигурителните дружества ¹	0.63	1.03	1.48	1.79
Брутен премиен приход на застрахователните дружества ¹	1.61	1.91	1.94	1.44
Общо пазарна капитализация на БФБ - София	3.72	4.25	7.91	10.60

⁽¹⁾ Данните за 2004 г. са към края на септември.

⁽²⁾ По прогнозни данни за годишния БВП с източник АИАП (2004).

Източник: БНБ, КФН, БФБ - София и собствени изчисления.

Таблицата ясно показва, че банковата система доминира във финансовия сектор на България, а относителният размер на капиталовия пазар (измерен чрез отношението на общата борсова капитализация към БВП) е малък. Тук следва да се подчертае, че формалните показатели за пазарна капитализация на дружествата, търгувани на БФБ-София, надценяват истинската картина, тъй като реално свободният обем (т.нар. free float) на търгуваните емисии е по-малък като процент от капитала².

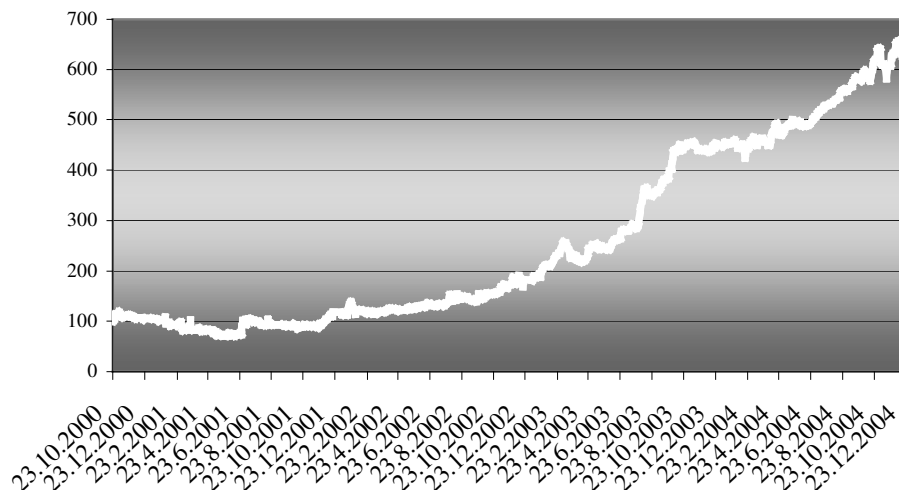
Така само на основата на сравнителни и обобщени данни може за пръв път да бъде направен изводът, че капиталовият пазар остава непопулярен като алтернативен канал за финансовото посредничество в страната. Този извод по-нататък ще бъде подкрепян многократно както със статистически данни, така и с резултатите от социологическите изследвания.

² Въпросът с ниския свободен обем е разгледан после по-подробно.

3. Състояние

През последните години от развитието на капиталовия пазар в България, отново традиционно разбирани и измервани чрез показателите от БФБ-София, се наблюдават преобладаващо положителни тенденции. Това на първо място се вижда от движението на борсовия индекс SOFIX. Индексът след 2001 г. утвърди една тенденция на възход (Графика 1).

Графика 1. Движение на SOFIX (23 октомври 2000г. – 29 декември 2004г.)



Източник: “Българска фондова борса – София” АД.

Обобщени показатели

Възходящото развитие на борсовата търговия се доказва и от някои от най-важните обобщени показатели – оборот, обем, ликвидност и пазарна капитализация (Таблица 2).

Таблица 2. Показатели за търговията на БФБ-София

	2000	2001	% ръст 2001/2000	2002	% ръст 2002/2001	2003	% ръст 2003/2002	2004	% ръст 2004/2003
Пазари на облигации общо ¹									
брой емисии в края на периода	3	8	167	11	38	20	82	29	45
оборот годишен (млн.лв)	3.34	1.09	-67	19.52	1691	68.64	252	87.01	27
обща номинална стойност в края на периода (млн.лв)	4.08	22.52	452	61.67	174	185.58	201	316.69	71
ликвидност ²	82	5	-	32	-	37	-	27	-
Пазари на акции общо ³									
брой емисии в края на периода	524	402	-23	356	-11	338	-5	333	-1
оборот годишен (млн.лв) ⁶	123.6	155.32	26	316.89	104	275.05	-13	869.85	216
капитализация в	1287	1112.5	-14	1375.18	24	2728.74	98	4033.2	48

края на периода (млн.лв) ⁵		7							
ликвидност ⁴	10	14	-	23	-	10	-	22	-
Други									
блокови сделки (годишен оборот млн. лв)	91.7	114.49	25	244.7	114	151.17	-38	247.41	64
приватизационни сделки (годишен оборот млн. лв)	6.76	3.87	-43	2.89	-25	16.49	471	14.68	-11
приватизационни сделки в непарични с-ва (годишен оборот млн. лв)	0	0	-	0.3	-	284.06	94587	14.98	-95

(1) Официален пазар корпоративни облигации, неофициален пазар облигации и официален пазар общински облигации.

(2) Измерена като съотношение оборот/обща номинална стойност, %.

(3) Официален и неофициален пазар на акции.

(4) Измерена като съотношение оборот/капитализация, %.

(5) Без инвестиционни дружества.

(6) С блоковите сделки.

Източник: БФБ - София и собствени изчисления.

Прегледът на Таблица 2 разкрива интересни тенденции. Броят на различните облигационни емисии, регистрирани на БФБ-София расте през годините, но остава много под броя на регистрираните емисии от акции. Показателят за ликвидността при облигационните пазари също трябва да бъде оценен предпазливо като се отчита обстоятелството, че сделките с облигации не са чести.

Пазарите на акции са водещи по отношение на годишните оборот и капитализация³, въпреки че годишните темпове на нарастване не са категорично по-високи от тези при облигациите. Пазарите на акции ясно отразяват тенденцията на "отписване" на публични дружества от капиталовия пазар⁴. Оборътът като цяло през годините расте, но с оглед на повишението на цените вероятно по-показателно за ликвидността е изчисленото съотношение от таблицата. Тук може да се посочи, че на фона на ограничения свободен обем на търгуваните дружества реално ликвидността е малко по-висока⁵. Внимателният анализ показва, че въпреки ръста в оборота, ликвидността показва по-скоро тенденция на спад⁶. Ръстът в пазарната капитализация обаче допълва гледната точка, че капиталовият пазар е в подем.

Така разгледани в хоризонт от няколко години, тенденциите и при облигации и при акции не водят до категоричен извод за развитие по всички показатели.

Пазари на акции

Някои обобщени годишни показатели за пазарите на акции са дадени в Таблица 2, но анализът на състоянието и перспективите на тези ключови за българския

³ При всички условия на сравнението на капитализацията при емисиите акции с номиналната стойност на облигационните емисии.

⁴ Много подробен анализ на темата за историята на публичните дружества и значението им за капиталовия пазар в България се намира в Николов, Ив. (2003а).

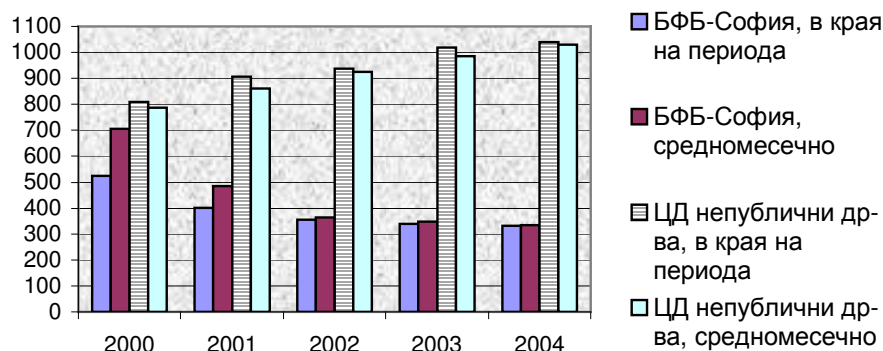
⁵ Т.е. ликвидността само спрямо свободния обем.

⁶ Оптимистично е, че този извод се отнася по-скоро за общата годишна ликвидност. Ликвидността в отделните месеци, при това съобразена с реалния свободен обем, е разгледана по-долу.

капиталов пазар сегменти изискват по-голяма дезагрегация на данните – както по време, така и по съдържание. По-долу са представени някои от тези данни.

Графика 2 представя броя на регистрираните емисии от акции. Броят на регистрираните емисии традиционно се определя сред основните фактори за развитието на пазара⁷ (развитие, измерено например като ефект върху ликвидността).

Графика 2. Брой регистрирани емисии от акции



Източник: По данни от БФБ-София и ЦД и собствени изчисления.

Горната графика показва броя и динамиката в броя на търгуваните на борсата публични дружества спрямо регистрираните в ЦД непублични емисии от акции. Прави впечатление тенденцията на намаление при борсовите дружества⁸, която обаче се компенсира от обратната тенденция при непубличните емисии, регистрирани в депозитаря. Тази тенденция се потвърждават от това, че средномесечните стойности от борсата винаги са над тези от последния месец на съответната година, докато при непубличните емисии от ЦД е обратното. Оттук могат да бъдат предположени два извода: първо, в преобладаващия случай “отписваните” от борсата дружества продължават да поддържат емисиите си при ЦД и второ, големият брой регистрирани в депозитаря непублични емисии все пак представлява един потенциал за капиталовия пазар.

Пазарната капитализация е друг първостепенен индикатор за състоянието на пазара. Вече беше споменато, че представяната обикновено борсова капитализация системно надценява състоянието дотолкова, доколкото реално търгуваният свободен обем е много по-малък. Малкият свободен обем при търгуваните емисии се обяснява както с “приватизационния генезис” на повечето публични дружества, появили се на капиталовия пазар вследствие на различни форми на приватизация, така и с непрекъснатата тенденция към окрупняване на собствеността на дружествата (характерна с особена сила през годините преди влизането в сила на новия ЗППЦК в началото на 2000 г.).

Размерът на свободния обем е различен при различните емисии и пълна картина за него би изисквала сериозна вторична обработка на наличните в ЦД бази от данни. За целите на настоящия анализ обаче достатъчен интерес представлява

⁷ Коего обаче не се потвърждава категорично и от иконометричния анализ по-нататък.

⁸ Тенденцията, която продължи и след влизането в сила на новия ЗППЦК в началото на 2000 г., подробно е анализирана отново в Николов, Ив. (2003а).

информацията за средния свободен обем – информация, която в таблицата долу се представя за първи път в такъв вид. Поради малката динамика при тези показатели, по данни от ЦД, Таблица 3 представя данните към края на съответните години.

Таблица 3. Свободен обем при регистрираните в ЦД публични дружества, %

Към края на съответната година	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Свободен обем (5%)	24.32	24.39	23.09	24.08	25.75
Свободен обем (10%)	22.26	28.60	28.23	29.80	33.14

Източник: ЦД.

Данните от Таблица 3 измерват свободния обем по следния начин. Първият ред представя среден (непретеглен) процент от капитала на регистрираните публични акционерни дружества, притежаван от лица с до 5 на сто (включително) от капитала на тези дружества. Вторият ред представя среден (непретеглен) процент от капитала на регистрираните публични акционерни дружества, притежаван от лица с до 10 на сто (включително) от капитала на тези дружества.

От таблицата правят впечатление няколко неща. Общо погледнато, свободният обем наистина е малък процент от капитала (и следователно, още по-малък процент от общата пазарна капитализация). На следващо място, първият показател (при 5% граничен критерий) се запазва по-постоянен през годините, докато вторият показател отбелязва ръст с над 10 пункта за четирите години. Последното заслужава отделен анализ, но то най-вероятно не дава поводи за оптимизъм, а отразява най-вече част от споменатия процес на окрупняване на собствеността.

И двата показателя са по своему важни. По-малкият процентен критерий дава представа за най-разпръснатата част от капитала на дружествата, която би представлявала основата за активна вторична търговия на борсата. Освен това придобиването на 5% от капитала на едно публично дружество представлява естествен интерес с оглед на специфичните права на миноритарните акционери, предоставяни от ЗППЦК. По-големият процентен критерий пък от своя страна дава тривиалната за портфейлните инвестиции граница – до 10% от капитала.

Вече с прилагане на горните два критерия, пазарната капитализация на борсата изглежда малко по-различно. Таблица 4 дава една по-реалистична картина за борсовата капитализация.

Таблица 4. Показатели за пазарна капитализация на БФБ-София, пазари на акции,

лв

		2001г.	2002г.	2003г.	2004г.
Обща капитализация	в края на периода	1112565439	1375184361	2728735691	4033204799
	средномесечна	1246738340	1203953910	1960972817	3130953016
	min	1070134891	1025580832	1420193425	2558789825
	max	1468975596	1375184361	2728735691	4033204799
	ст. отклонение	127427995	117128775	496905422	522332658
Капитализация (5%)	в края на периода	271306087	317500798	657184928	1038699688
	средномесечна	304024994	277967331	472277980	806336420
	min	260959131	236784784	342037420	658983197
	max	358218948	317500798	657184928	1038699688
	ст. отклонение	31074119	27042541	119674014	134520015
Капитализация	в края на периода	318144178	388160537	813146170	1336640304

(10%)	средномесечна	356511654	339828905	584357635	1037625957
	min	306010931	289481191	423208758	848005935
	max	420061614	388160537	813146170	1336640304
	ст. отклонение	36438733	33060853	148074708	173105735

Източник: По данни от БФБ-София и собствени изчисления.

Горната таблица не дава разчети за 2000 г., защото БФБ-София не предоставя месечни данни за капитализацията на неофициалния пазар за периода преди февруари 2001 г.⁹. Таблицата съдържа подробни данни за капитализация в края на годините, средномесечно през съответните години, минимални и максимални месечни стойности, както и стандартно отклонение на месечните данни от годината. Таблица 4 преди всичко показва, че коригираната със свободния обем капитализация е значително по-ниска от обичайно представяната обща капитализация. Също така се забелязва, че след 2001 г. средномесечната капитализация изостава от тази в края на периода, което потвърждава извода, че на капиталовия пазар е налице известен подем (поне според този показател). Стандартните отклонения растат след 2001 г., но това вече не доказва непременно развитие и има различни възможни обяснения (например епизодични ефекти от борсова приватизация, или по-резки движения на цените).

Може би най-важният индикатор за развитието и състоянието на пазара остава ликвидността. Ограничената ликвидност (по отделни позиции или агрегирано) традиционно се определя като един от големите проблеми на българския капиталов пазар. Ето защо по-прецизното измерване и изследване на този показател е особено важно.

Много често у нас ликвидността се отъждествява с оборота, и по-рядко – с обемите на търговия. Както беше споменато, с оглед на повишението (или дори само на динамиката) на цените тези обороти или обеми дават по-изкривен и по-ограничен образ на ликвидността. Ето защо настоящият анализ възприема друга мярка за ликвидност - съотношението оборот/капитализация¹⁰ в процентно изражение (Таблица 5).

Таблица 5. Коефициенти на месечна ликвидност на пазарите на акции, %

		2000 г.	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.
Ликвидност (5%)	в края на периода	9.34	4.36	8.58	7.70	21.37
	средномесечна	3.17	4.34	9.47	4.73	8.09
	min	0.54	1.49	0.95	1.47	2.32
	max	9.34	12.20	19.78	9.55	22.09
	ст. отклонение	2.40	3.02	6.44	2.38	7.75
Ликвидност (10%)	в края на периода	10.20	3.72	7.02	6.22	16.61
	средномесечна	3.47	3.70	7.74	3.82	6.28
	min	0.59	1.27	0.77	1.18	1.81
	max	10.20	10.41	16.18	7.71	17.17
	ст. отклонение	2.62	2.58	5.26	1.92	6.02

⁹ Допусканията за януари 2001 г. са обяснени по-долу.

¹⁰ Поради вече споменатата липса на месечни данни за капитализация на неофициалния пазар преди февруари 2001 г., изчисленията в Таблица 5 са направени при следното условно допускане – за месеците на 2000 г. и януари 2001 г. капитализацията на неофициалния пазар е равна на тази от официалния, умножена по коефициент, равен на съотношението между средномесечната капитализация на неофициален и на официален пазар за 12-месечния период след февруари 2001 г. включително.

Източник: По данни от БФБ-София и собствени изчисления.

В Таблица 5 ликвидността е изчислена с отчитане на реалния свободен обем, съответно при двата гранични критерия. Таблицата съдържа подробни данни за ликвидността в края на годините, средномесечно през съответните години, минимални и максимални месечни стойности, както и стандартно отклонение на месечните данни от годината.

Обяснимо е, че ликвидността е по-висока при първия начин на измерване¹¹. За последните две години през последния месец на годината е характерна много по-висока от средната ликвидност. Възможно е тук за пръв път да се регистрира своеобразен “календарен ефект”, но най-вероятно част от обясненията може би се съдържат в повишен интерес, породен от данъчно-счетоводни съображения¹² в края на периодите.

Може да се обобщи, че ликвидността на пазарите на акции наистина не е висока, но се повишава през последната година. Нарастването на стандартното отклонение през годините подсказва липса на устойчивост и висок риск от промяна в ликвидността (най-малкото, на месечна основа).

Прегледът на състоянието на пазарите на акции не може да не отчете и резултатите от специалното социологическо изследване на нагласите сред бизнеса и населението¹³. Близко 65% от населението изобщо не знае какво представляват акциите и съответно едва 5% ги виждат като възможност за печеливша инвестиция. Все пак 20% декларират, че ако имат достатъчно свободни средства биха купували ценни книжа чрез БФБ-София.

Общо за бизнеса в България обаче, 80% от анкетираният твърдят, че не познават емитирането на акции на борсата като алтернативен начин на финансиране. Повече данни и коментари за нагласите за инвестиране и емитиране на акции през борсата, както и изследване за общите оценки за перспективите пред капиталовия пазар у нас, са представени в следващия раздел.

Пазари на облигации

В коментара към Таблица 2 беше отбелязано, че пазарите на облигации заемат втростепенно място на БФБ-София. Таблица 6 съдържа още подробности.

Таблица 6. Облигации на БФБ-София

		2000 г.	2001г.	2002г.	2003г.	2004г.
Регистрирани емисии, бр.	в края на периода	3	8	11	20	29
Обща номинална стойност, лв	в края на периода	4075000	22522291	61670966	185583316	351093346
	средномесечна	1722500	7793595	42377884	128262154	263576016

Източник: По данни от БФБ-София и собствени изчисления.

¹¹ С изключение на 2000 г., където най-вероятно резултатите са изкривени от условното попълване на реда за неофициалния пазар.

¹² Съществуващите стимули на данъчния режим са представени подробно по-долу.

¹³ Пълните резултати и подробности по това изследване са представени в Приложение 1.

Необходимо е да се подчертае, че в предоставените от БФБ-София месечни данни, за целите на Таблица 6 не е налице разграничение между корпоративни и общински облигационни емисии¹⁴.

От таблицата е видно, че има тенденции на растеж. По отношение на номиналната стойност този растеж през месеците и общо за периода се подкрепя от наблюдението, че стойностите в края на периода надхвърлят средномесечните. Все пак, за разлика от капитализацията при акциите, общата номинална стойност е функция от броя и номинала на регистрираните емисии, а не отразява динамика на вторичния пазар. Ето защо данните от Таблица 6 не са основание да се направи извод, че пазарът на облигации в настоящия му вид бележи сериозен възход.

Активната вторична търговия специално с корпоративните облигации е ограничена. Данните за търговията от БФБ-София често дават повод за преувеличени оценки за състоянието на вторичните облигационни пазари. Факт е, че частното пласиране и чак последваща регистрация на борсата са предпочитана стратегия за емитентите. Това се прави с цел намаляване на риска от неуспешно пласиране, но и с осигуряване на по-голяма ликвидност за инвеститорите. Дори при условността на пазарната сегментация на борсата, оттам рядко идват данни за осъществени сделки на “първичен пазар на облигации”. През последните години прави впечатление, че повечето от облигационните емисии са на ипотечни облигации от банките, което несъмнено е свързано с нарасналото търсене на ипотечни кредити през последните месеци.

Сегашното състояние обаче не означава, че облигационните пазари нямат потенциал от гледна точка на стратегията за развитие на БФБ-София¹⁵. Този въпрос е разгледан по-нататък.

Прегледът на състоянието на облигационния пазар, също по подобие на акциите, трябва да отчете и резултатите от специалното социологическо изследване на нагласите сред бизнеса и населението¹⁶. Над 71% от населението на България изобщо не е запознато какво представляват облигациите. Също така едва 1% ги възприемат като възможност за печеливша инвестиция¹⁷.

Общо сред бизнеса в България, близо 83% от анкетираните заявяват, че не познават емитирането на облигации чрез БФБ-София като начин на финансиране. Подробностите от социологическите изследвания са представени по-нататък.

Блокова търговия

Блоковите сделки се извършват при условията на Приложение 1 от Правилника за работа на БФБ-София. Блоковите сделки гарантират един минимален обем от

¹⁴ За разлика от данните за обороти и обеми при сделките с облигации. Тези данни обаче не са предмет на анализ тук.

¹⁵ Този извод се отнася с по-голяма условност за общинските облигации. Общинските облигационни заеми са подчинени не само на потребностите на емитентите, нито на общите условия на капиталовия пазар, но и на регулациите на публичните финанси на централно и местно ниво. Това принципно би затруднило евентуални по-активни мерки за привличане на общините като емитенти на борсата.

¹⁶ Пълните резултати и подробности по това изследване са представени в Приложение 1.

¹⁷ Явно облигациите се възприемат отделно от по-познатите ДЦК, които за 6% от анкетираните са добра възможност за инвестиции.

изтъргувани акции по сделките (поне 5% от общия брой акции в капитала на емитента), но за цената при блоковите сделки няма ограничение. Въпреки допускането, че цената не трябва да се отклонява съществено от текущата пазарна цена¹⁸, това на практика е възможно. Освен това цените при блоковите сделки не се отразяват в индекса и не участват във формирането на представителната борсова цена¹⁹, с което до известна степен се намалява информационната функция на борсовите цени.

Статистиката на търговията, представена в Таблица 7, включва освен блоковите и “други договорени сделки”. Последните в случая са два вида – репо-сделки (които се извършват по реда отново на Приложение 1 от Правилника) и сделки на членовете на борсата в качеството им на регистрационни агенти²⁰. Всички тези разграничения са необходими при тълкуване на данните от Таблица 7.

Таблица 7. Блокова и обща търговия, месечни данни

			2000 г.	2001г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Обща търговия	Обеми, бр.	средномесечно	3442158	5629935	25912102	56968479	116320129
		ст. отклонение	5057446	2943007	35468031	26924555	109374674
	Обороти, лв.	средномесечно	10596374	13098874	34432781	41045432	122391839
		ст. отклонение	8824582	8816958	20730216	15374340	137935461
	Сделки, бр.	средномесечно	868	1024	1901	5090	10022
		ст. отклонение	171	154	1110	1397	3346
Блокова търговия и други договорени сделки	Обеми, бр.	средномесечно	2335275	4669412	9517913	25412833	46768039
		ст. отклонение	3533491	2833013	12716079	25682610	66661282
	Обороти, лв.	средномесечно	7642077	9540427	20391988	12597481	36942103
		ст. отклонение	7153315	5573462	18680038	10638162	57548019
	Сделки, бр.	средномесечно	23	30	17	26	43
		ст. отклонение	26	13	6	7	42

Източник: БФБ-София и собствени изчисления.

Таблица 7 детайлизира общата картина, представена вече в Таблица 2. Дадени са средномесечните стойности и стандартните отклонения за трите показателя. Данните разкриват следните по-важни тенденции. На първо място, средномесечните показатели бележат ясен възход за разглеждания период. На второ място, разликата в средномесечния брой сделки е много по-голяма отколкото е разликата между двата вида търговия съответно при другите два показателя. Последното означава, че въпреки много по-редките случаи на блокова търговия, обемите и оборотите там са значими²¹. Също така таблицата показва, че разпръснатостта на показателите през различните месеци, измерена чрез стандартното отклонение, нараства – което още веднъж потвърждава наблюдението, че капиталовия пазар се намира в етап на динамично развитие и са възможни големи и резки амплитуди в агрегираните показатели.

Графика 3 илюстрира месечните съотношения блокова (и друга договорена) търговия/обща търговия. Ясно се вижда, че при много по-малко сделки

¹⁸ И по-точно, от цената на отваряне за съответната сесия (вж. чл. 1, ал. 6 и чл. 4, ал. 1 от Приложение 1 от Правилника).

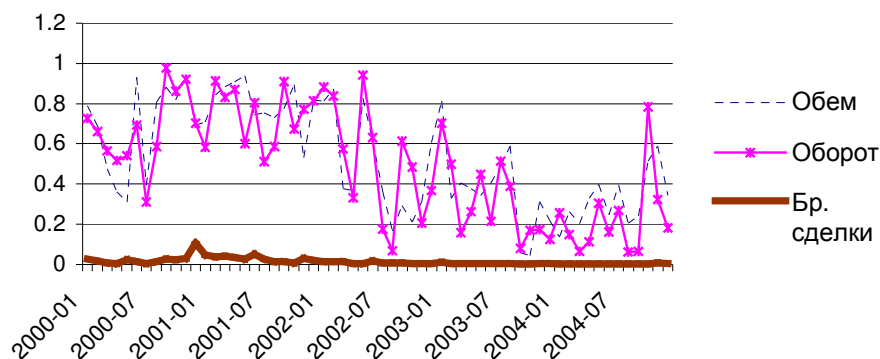
¹⁹ Чл. 4, ал. 2 от Приложение 1 от Правилника на БФБ-София.

²⁰ Вж. чл. 87, ал. 6 от Правилника на БФБ-София.

²¹ Иконометричният анализ долу на свой ред доказва влиянието на блоковата търговия върху развитието на общата търговия.

агрегираните показатели за обем и оборот при блоковата търговия често се доближават до тези при “нормалната” търговия.

Графика 3. Месечни съотношения блокова/обща търговия



Източник: БФБ-София и собствени изчисления.

Представените данни показват, че на борсата реално се извършва много по-голяма от обичайно представяната като “нормална” обща търговия. Това показва, че голяма част от вторичната търговия²² остава без влияние върху гореспоменатата информационна функция на борсовата търговия.

За разлика от блоковете и репосделките, при сделките като регистрационен агент се прилагат обичайните ценови ограничения, и съответно цените им влизат в изчисляването на борсовия индекс и при формирането на представителната борсова цена. Отделно, на борсата могат да се регистрират сделки за по-слаболиквидни (и по-точно, с по-широк спред на котировките при активните поръчки) емисии²³.

Изводите могат да бъдат поне три. Първо, значителна част от блоковете и други “регистрационни” сделки не участват във формирането на представителните борсови цени. Второ, значителна част от блоковете и други “регистрационни” сделки могат да бъдат извършвани извън стандартните ценови лимити, което допълнително може да изкриви ценовата информация от борсата. Трето, както ще бъде коментирано и по-нататък, сделките като регистрационен агент и сделките по чл. 161, ал. 1 от Правилника на борсата създават част от стимулите за изкривяване на пазара по данъчно-счетоводни съображения.

Приватизация

Известно е, че съвременният капиталов пазар е оформен под първоначалното силно влияние на т.нар. “масова” приватизация (най-вече в нейната първа вълна)²⁴. И до днес вторичната борсова търговия е основана предимно на наследството на приватизационните процеси от втората половина на 1990-те години (Таблица 8).

²² По-вероятно тази част от нея, която отразява прехвърлянето на по-големи пакети и/или продължаващото оптимизиране на мажоритарната акционерна структура.

²³ Вж. чл. 161, ал. 1 от Правилника. По правило, тези сделки не участват при формирането на среднопретеглената борсова цена (чл. 161, ал. 2).

²⁴ Вж. Николов, Ив. (2004).

Таблица 8. Период на регистриране на дружествата, търгувани днес на БФБ-София

преди 1999 г.	след 1 януари 1999 г.
267	22

Източник: БФБ-София, ноември 2004 г.

В таблицата регистрираните преди 1999 г. дружества включват “масовата” приватизация и епизодичните случаи на приватизация чрез публично предлагане. Организираните по-късно на борсата централизирани и неприсъствени публични търгове, за разлика от случаите на публично предлагане когато до борсовата приватизация дружеството не се е търгувало, практически не довеждат нови дружества, а служат за продажба на остатъчни държавни дялове. Ето защо към ноември 2004 г. само 22 дружества (или едва 8% от търгуваните) са регистрирани на БФБ-София не по линия на приватизацията.

Първоначалното стимулиране на пазара чрез “масовата” приватизация обаче не означава непременно, че и след това приватизацията е имала голям ефект върху борсовата търговия. Това наблюдение се отнася дори за приватизацията през БФБ-София²⁵. Борсовата приватизация винаги е била разглеждана като стимул за капиталовия пазар и съответно е давала обичайната отправна точка за оценката на държавната подкрепа за пазара. Както бе споменато, днес очакванията за държавна подкрепа вече следва да бъдат по-балансираны не на последно място и поради приключването на голяма част от приватизацията. Анализът дори и на досегашната роля на приватизацията обаче показва, че реално значението ѝ за капиталовия пазар винаги е било по-малко отколкото обикновено се предполага (Таблица 9)²⁶.

Таблица 9. Приватизационен пазар и обща търговия, месечни данни

			2000 г.	2001г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.
Обща търговия	Обеми, бр.	средномесечно	3442158	5629935	25912102	56968479	116320129
		ст. отклонение	5057446	2943007	35468031	26924555	109374674
	Обороты, лв.	средномесечно	10596374	13098874	34432781	41045432	122391839
		ст. отклонение	8824582	8816958	20730216	15374340	137935461
	Сделки, бр.	средномесечно	868	1024	1901	5090	10022
		ст. отклонение	171	154	1110	1397	3346
Приватизационен пазар, плащане с пари*	Обеми, бр.	средномесечно	276539	673444	101490	70542	392602
		ст. отклонение	380259	1073669	155737	45700	662088
	Обороты, лв.	средномесечно	1127837	774393	360843	3298138	2447131
		ст. отклонение	2218073	929721	326975	3819383	2800337
	Сделки, бр.	средномесечно	3	4	8	31	113
		ст. отклонение	1	4	11	29	220

* Коего изключва приватизационния пазар за плащане с компенсаторни инструменти и инвестиционни бонове, функциониращ от края на 2002 г.

Източник: БФБ-София и собствени изчисления.

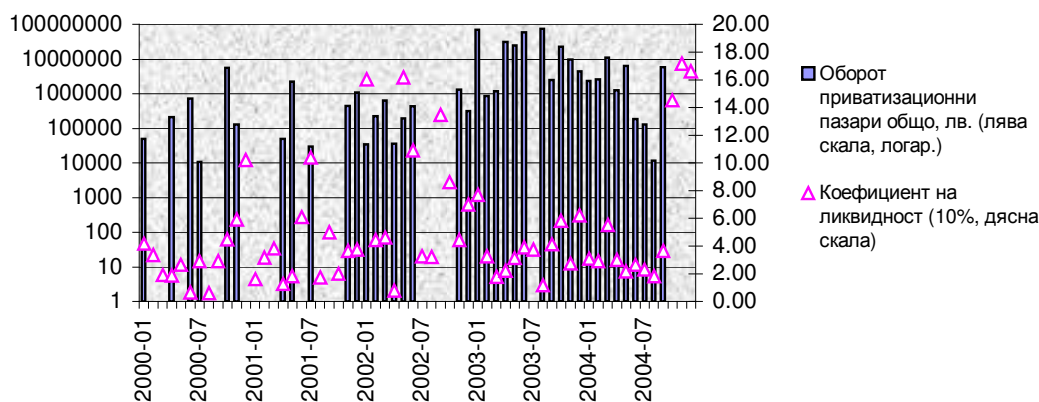
Таблица 9 показва голямото ускоряване на приватизацията през фондовата борса след 2002 г. Дългосрочен ефект в полза на ликвидността и пазарната капитализация

²⁵ На настоящия етап, това включва приватизацията през приватизационния пазар на БФБ-София, както и централизираните и неприсъствените публични търгове.

²⁶ С няколко големи изключения на случаи на борсова приватизация през 2003 г. (напр. дялове от Булгартабак холдинг, ДЗИ, Проучване и добив на нефт и газ, Златни пясъци), през 2004 г. (напр. дялове от Петрол, Лукойл Нефтохим Бургас, Параходство Българско речно плаване, Булстрад) и разбира се приватизацията на БТК в началото на 2005 г.

обаче би имало ако приватизацията водеше до създаване на по-голям свободен обем от акции на атрактивни дружества. В общия случай това не е било така. Борсовата приватизация в България няма непременно дългосрочен положителен ефект и върху интереса и към отделните дружества²⁷. Графика 4 прави опит за графичен анализ на общия ефект от приватизацията.

Графика 4. Приватизационни пазари и ликвидност, месечни данни



Източник: БФБ-София и собствени изчисления.

През много от месеците в разглеждания петгодишен период изобщо няма борсова приватизация. На Графика 3 приватизационните пазари са дадени общо (приватизация с пари и приватизация срещу непарични платежни средства). Ликвидността е измерена посредством един от вече представените показатели.

Графиката не показва категорично положителен за ликвидността ефект от приватизацията – нито в месеците на приватизация, нито в месеците непосредствено след нея²⁸. Ето защо Таблица 9 в комбинация с Графика 4 най-общо доказват, че практически капиталовият пазар у нас се е развивал без държавна подкрепа, изразена чрез борсовата приватизация.

Интересна е съпоставката на този количествен анализ с данните от проведеното социологическо проучване за нагласите сред населението на страната²⁹. Запитани за личната им оценка за участието в масовата приватизация, едва 1.4% смятат, че са спечелили. Близо 17% смятат, че като цяло са загубили, а малко над 14% не могат да преценят. Общият извод тук е, че липсата на положителна оценка за личното участие в “масовата” приватизация най-вероятно е сред основните причини за ниския обществен интерес към капиталовия пазар днес. Този въпрос се коментира по-нататък. Още, липсата на положителна оценка от приватизацията преди 2000 г. кореспондира с ниския ефект за борсата от приватизацията след 2000 г.

Инвеститори

²⁷ Някои от тези въпроси са развити по-подробно после, а също и в Николов, Ив. (2004).

²⁸ Защото е възможно да се допусне, че е необходимо известно време преди придобитите чрез различни приватизационни методи акции да се излязат в такъв обем на вторичния пазар, че да се усети ефект върху ликвидността.

²⁹ Подробностите са представени в следващия раздел и в приложенията.

Друг важен за оценка на състоянието и перспективите на капиталовия пазар у нас въпрос е реалното участие (по размер и разпределения) на различните групи инвеститори. Социологическите изследвания, представени по-натък, потвърждават все още ниския инвеститорски интерес към търговията на БФБ-София, но количественият анализ също разкрива противоречиви данни.

Инвеститорите представляват страната на търсенето на първичния и вторичния капиталовия пазар, от които особено зависят ликвидността и цените и оттам – интересът на емитентите за участие на първичния пазар. Групата на професионалните инвеститори е тази, на която се възлагат специални надежди за бъдещето на пазара. Анализът на състоянието обаче не дава основание за категорични изводи относно присъствието на професионалните инвеститори³⁰ на нашия капиталов пазар.

Таблица 10. Дял на професионалните инвеститори в сделките за собствена сметка, средномесечно, %

	Публични др-ва, акции	Публични др-ва, облигации
2000 г.	0.31	-
2001 г.	0.52	52.14
2002 г.	0.59	36.90
2003 г.	3.00	6.18
2004 г.*	2.84	3.34

* По данни до ноември 2004 г.

Източник: ЦД и собствени изчисления.

Таблица 10 разкрива, че в първите години от разглеждания период професионалните инвеститори са избягвали да извършват сделки за собствена сметка с акции от българските публични дружества, но са имали водеща роля при облигациите, емитирани макар и по-рядко в началото от българските публични дружества. След 2002 г. интересът на професионалните инвеститори към акции се засилва, за сметка на интереса към облигациите, вероятно поради вече добрите възможности за доходност от капиталовия ни пазар. Все пак прави впечатление, че сделките за собствена сметка по данни на депозитаря преимуществено не се извършват от професионални инвеститори.

Съответно и мястото на професионалните инвеститори в собствеността в българските публични дружества, по данни от ЦД, е много ограничено (Таблица 11).

Таблица 11. Дял на професионалните инвеститори в капитала на публичните дружества, средномесечно, %

	Дял
2000 г.	0.05
2001 г.	0.07

³⁰ Необходимо е да се уточни, че дефиницията за професионалните инвеститори с източник ЦД, отразена представената статистика тук, не съответства напълно на легалните дефиниции в §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на ЗППЦК. Според ЦД, професионалните инвеститори са инвестиционните посредници, банките, пенсионните дружества, дружествата със специална инвестиционна цел и инвестиционните дружества от отворен тип.

2002 г.	0.01
2003 г.	0.03
2004 г.*	0.06

* По данни до ноември 2004 г.

Източник: ЦД и собствени изчисления.

Данните представени в Таблица 10 и Таблица 11 са в известен смисъл изненадващи³¹. Общият извод тук е, че професионалните инвеститори извършват единствено посреднически функции на капиталовия пазар, и навярно тук е скрит един от големите потенциали за развитие на пазара.

Друга голяма група инвеститори, от които традиционно се очаква стимулиране на пазара, са чуждестранните инвеститори. Статистиката за истинското присъствие и роля на чуждестранните инвеститори на българския капиталов пазар винаги е била ограничена, поради което представените долу за пръв път данни дават основание за нови и (отново) донякъде изненадващи изводи.

По аналогия с професионалните, данните за чуждестранните инвеститори могат да бъдат преработени и представени удобно в следния вид (Таблица 12).

Таблица 12. Дял на чуждестранните инвеститори в сделките за собствена сметка, средномесечно, %

	Публични др-ва, акции	Публични др-ва, облигации
2000 г.	3.48	12.5
2001 г.	5.76	55.48
2002 г.	3.84	46.90
2003 г.	9.18	6.91
2004 г.*	9.86	3.31

* По данни до ноември 2004 г.

Източник: ЦД и собствени изчисления.

Отново, както при професионалните инвеститори, за периода се забелязва нарастващ интерес към търговията с български акции, за сметка на облигации от български публични дружества. Участието на чуждестранните инвеститори в сделки за собствена сметка остава по-малко отколкото може да се предполага, но все пак средномесечно през последните две години близо една десета от сделките за собствена сметка са били осъществявани от чуждестранни инвеститори.

Участието на чуждестранните инвеститори в българските публични дружества също се оказва малко (Таблица 13).

Таблица 13. Дял на чуждестранните инвеститори в капитала на публичните дружества, средномесечно, %

	Дял
2000 г.	2.84
2001 г.	4.61

³¹ Иконометричният модел после обаче също подкрепя извода за ограничената досега роля на професионалните инвеститори за развитие на пазара.

2002 г.	6.49
2003 г.	8.16
2004 г.*	10.10

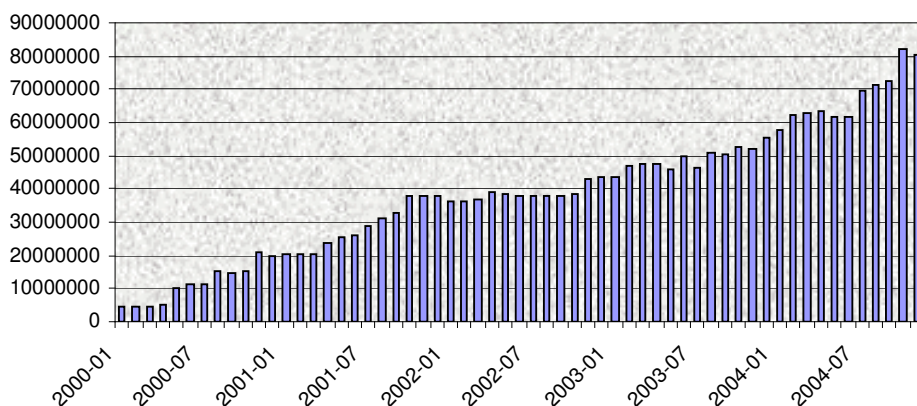
* По данни до ноември 2004 г.

Източник: ЦД и собствени изчисления.

Данните от Таблица 13 все пак показват, че дялът на чуждестранните инвеститори в собствеността в българските публични нараства през последните години и към края на разглеждания период вече е над 10%. Общият извод и тук може да бъде, че привличането на чуждестранните инвеститори на нашия пазар (в търговията, т.е. като дял от сделките, или в собствеността) остава голямо предизвикателство.

Ограниченото значение на чуждестранните инвеститори за развитието на българския капиталов пазар е оценено статистически по-нататък, но потенциалът на тази група инвеститори може да бъде доловен дори само по данните за абсолютния размер на техните вложения в акции от публични дружества в България през последните пет години (Графика 5).

Графика 5. Месечни обеми чуждестранни инвестиции в акции от публични дружества, лв.



Източник: ЦД. Данните са до ноември 2004 г.

Третата група инвеститори, които са от особена важност за устойчивото развитие на капиталовия пазар, са масовите инвеститори. Вече беше коментиран ограниченият обществен интерес към търговията на БФБ-София. В следващия раздел са представени още подробности и са анализирани причините и последствията, свързани с това.

Още ограничени са обаче опитите за количествена оценка на участието на масовите (дребни) инвеститори в търговията³². Решаването на този въпрос е ограничено от наличните данни и освен това трябва да бъде предложен адекватен методологичен подход.

За целите на настоящия анализ е избран определен подход и на основата на него беше отправена съответна статистическа заявка към ЦД. Реалната база на по-

³² Не в собствеността - където вече бе представена методология и статистически данни за оценка на свободния обем.

активни индивидуални участници на българския капиталов пазар е оценена по следния показател: брой лица, сключили поне пет сделки за собствена сметка през годината. Подобни данни се представят тук (Таблица 14) за пръв път.

Таблица 14. Брой физически лица, осъществили поне 5 сделки за покупка или продажба на ценни книжа през годината

	Български лица	Чуждестранни лица
1998 г.	1337	4
1999 г.	1303	8
2000 г.	668	15
2001 г.	509	7
2002 г.	889	6
2003 г.	2349	26
2004 г.*	3111	16

* По данни до ноември 2004 г.

Източник: ЦД.

Очевиден е нарасналият интерес към БФБ-София през последните две години и тази тенденция вероятно ще продължи поне в средносрочен хоризонт

Така избраният подход за оценка на реалното участие на активни индивидуални инвеститори на БФБ-София има своите ограничения, но въпреки това дава най-добрата досега количествена представа за широчината на инвеститорската база на нашия пазар. Съответно може да се направи извод, че и по това направление има огромен неизползван потенциал за развитие.

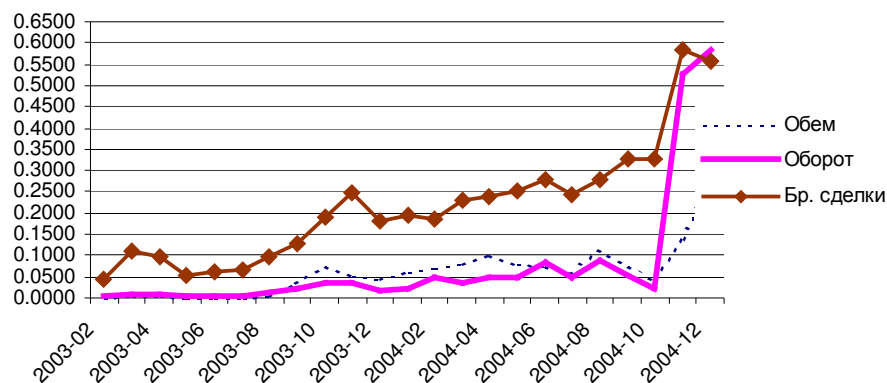
COBOS

Началото на март 2003 г. отбеляза официалния старт на т.нар. “система COBOS”³³. С въвеждането на тази система се целеше едновременно улесняване на българските инвестиционни посредници и даване на възможност на индивидуални и институционални инвеститори от страната и чужбина по-лесно (чрез директен достъп до търговската система на борсата) да подават поръчките си за покупка или продажба на ценни книжа.

Изминалият досега период на действие на COBOS дава възможност да оценка на реалния принос на тази система за развитието на борсовата търговия. Статистиката показва сериозен ръст в броя (от 517 за март 2003 г. до 9555 за декември 2004 г.) и общия дял (от 11% за март 2003 г. до 55% за декември 2004 г.) на сделките, осъществявани през тази система. Този факт се отбелязва като успех, но реалният принос на системата в обемите и оборотите е много по-малък (Графика 6).

Графика 6. Месечни съотношения COBOS/обща търговия

³³ Или, client order-book online system.



Източник: БФБ-София и собствени изчисления

Последните два месеца на изминалата година обаче показват много сериозен ръст и на дела на обемите и на оборотите за търговията, осъществявани с помощта на COBOS. По-нататък приносът на системата COBOS за ликвидността на борсовата търговия у нас е оценен и статистически.

Данъчен режим

Сред причините за подема на капиталовия пазар у нас през последните години често се посочват и данъчните стимули, въведени за физически и юридически лица от 2002 г.

При извършване на анализ на текущото данъчно законодателство е необходимо да се установи доколко са налице ефективни стимули за развитие на капиталовия пазар, както и да се идентифицират текстове в нормативната уредба, които влияят негативно върху процеса. За да бъде постигнато по-ясно разграничаване на отделните моменти в данъчното третиране е необходимо условно разделяне на участниците на капиталовия пазар на предприятия и физически лица. Към настоящия момент данъчният режим на капиталовия пазар изглежда накратко по следния начин.

Физически лица

Физическите лица се явяват масовия инвеститор (спестител), като същите би трябвало да са основен фактор за развитието на капиталовия пазар. Основните данъчни преференции са записани в ЗОДФЛ, където е постановено, че като необлагаем доход се третират:

- лихвите и отстъпките от държавните, общинските и корпоративните ценни книжа;
- разпределената печалба на търговските дружества, под формата на нови акции или увеличаването на номиналната им стойност;
- доходите от сделки с акции на публичните дружества и търгуеми права на акции на публични дружества, извършени на регулирания пазар на ценни книжа³⁴;

³⁴ С изключение на регистрационни сделки на регулирания пазар, според допълнителните разпоредби на ЗОДФЛ.

- продажбата на акции, компенсаторни записи и бонове, придобити по наследство, завет и дарение.

Анализът на гореизброените преференции показва, че те се ползват предимно от инвеститори, при които решението да участват на капиталовия пазар не е продиктувано от наличието на данъчни преференции, т.е. при тях преференцията е последващ (вторичен) момент, а не основна причина за участието им на капиталовия пазар. Това се потвърждава и от факта, че някои данъчни преференции за физическите лица действат от не малък период от време (между 3 и 6 години), без да е налице желаният ефект на нарастване на броя на индивидуалните инвеститори на капиталовия пазар.

Юридически лица (предприятия)

Облагането на дейностите на юридическите лица (предприятия) се извършва по реда и условията на ЗКПО, като за различните лица се предвижда различен начин на облагане.

Инвестиционните дружества, получили разрешение за извършване на дейност по реда на ЗППЦК, са освободени от облагане с корпоративен данък за тази част от тяхната печалба, произхождаща от търгуване с ценни книжа. В същото време разпределените дивиденди се облагат по общия ред. От 1 януари 2005 г. е налице сериозно данъчно стимулиране при облагането на изплатените дивиденди. В случай, че получателят на дивидента е местно лице, данъкът е в размер на 7%, а при положение, че лицето е местно на страна, членка на ЕС, притежава най-малко 20% от акциите на местно лице и ги е притежавало за период, не по-малък от 1 година, данъкът е нулев. Тази преференция се доближава до голяма степен до Директивата за дъщерните компании на Съвета на Европейските общности, където е записано, че печалбата (дивидентите) които се разпределят от дъщерните компании към компаниите-майка, следва да бъдат освободени от облагане с данък при източника (ако компанията-майка държи минимум 25% от капитала).

Лицензираните дружества със специална инвестиционна цел не се облагат с корпоративен данък, като доходът на физическите лица от тези дружества се прибавя към годишния облагаем доход на лицето. Положително за акционерите е, че съществува законовото задължение дружествата със специална инвестиционна цел да разпределят 90 на сто от печалбата си като дивидент. Неговото облагане обаче е сериозна пречка при инвестирането в този вид дружества, защото например физическите лица биха предпочели евентуално да инвестират директно в недвижими имоти, тъй като в ЗОДФЛ съществуват сериозни данъчни преференции за собствениците на недвижими имоти при продажба на тези имоти.

При *юридическите лица, инвестиращи в публично търгуеми акции*, законът третира като необлагаема положителната разлика между продажната цена и документално доказаната цена на придобиване на акции на публични дружества и търгуеми права на акции по сделки, извършени на регулирания български пазар³⁵. В същото време, финансовият резултат за данъчни цели се увеличава с целия размер на отрицателната разлика между продажната цена и документално доказаната цена на

³⁵ С изключение на регистрационни сделки на регулирания пазар, според допълнителните разпоредби на ЗКПО.

придобиване на акции на публични дружества и търгуеми права на акции по сделки, извършени на регулирания български пазар.

Публичните дружества се облагат по реда и начина, по които се облагат и непубличните, т.е. липсва данъчна преференция, която да стимулира дружествата да се регистрират като публични или да останат такива.

4. Нагласи към капиталовия пазар: социологически изследвания

Методически бележки

Проучването на капиталовия пазар³⁶ е осъществено на базата на комбинация от количествени и качествени методи. Проведени са общо четири изследвания:

1. Национално представително изследване сред населението на възраст над 15 години:

Размер на извадката: 1000 души в 125 точки на България
Период на провеждане: 25 ноември – 8 декември 2004 г.

2. Национално представително изследване сред ръководните екипи на фирмите в България. Изследването е представително по признаците сектор и брой на зетите лица:

Размер на извадката: 402 фирми
Период на провеждане: 8 – 15 декември 2004 г.

3. Онлайн изследване по метода на отзовалите се сред участници на борсата и потенциални емитенти:

Планирана извадка: 300+ участници, 100 потенциални емитенти
Реализирана извадка: 119 отговорили
Период на провеждане: 23 ноември – 17 декември 2004 г.
Response Rate: 41%

4. Качествено изследване по метода на фокус групата. Проведени бяха две фокус групи:

Група 1: преки участници на пазара – брокери, консултанти, анализатори;
Група 2: ръководен персонал на предприятия, участници на борсата.

Пълните резултати от всички социологически изследвания са на разположение на ръководството на БФБ-София. По-долу е представено обобщение на резултатите за нагласите и препоръките.

Състояние

Състоянието на капиталовия пазар може условно да се оцени на три нива. На най-ниско ниво са представите на населението и бизнеса общо. На второто, по-високо, ниво, което условно може да бъде наречено “практическо”, оценката се прави от гледна точка на преките участници на пазара – брокери, инвестиционни консултанти, финансови директори, анализатори и други. Третото ниво (най-високото, управленско) се формира на основата на вижданията на мениджърите на компании, регистрирани на борсата, и потенциални емитенти за развитието на пазара и съответното предприятие в определена икономическа и нормативна среда. Подобно разделение е необходимо, тъй като има очевидни различия в трите типа оценки. Най-общо те се дължат от една страна на мястото в йерархията по

³⁶ Проучването е осъществено от Агенцията за социални и пазарни изследвания “Естат”, която е и автор на текста на този раздел.

отношение на капиталовия пазар на всяка от групите, а от друга – в мащабите на решенията, които те взимат, и поеманата отговорност.

Като цяло капиталовият пазар е непознат за българина област. 67% от населението днес твърдят, че не са участвали в масовата приватизация, а половината от взелите участие не са потърсили повече информация. За БФБ-София 2/3 от българите знаят, но не се интересуват от дейността ѝ.

Дори сред представителите на бизнеса общо, делът на проявяващите интерес към търговията на борсата е минимален – едва 5.3% редовно търсят информация, а 68% изобщо не се интересуват. За 8 от 10 компании емитирането на акции или облигации на фондовата борса е непознат начин на финансиране.

В подобна ситуация, капиталовият пазар е популярен главно в определени среди - тези на професионалисти и на преки участници в търговията. Недостатъчната информираност е сред причините той да не се възприема като реална алтернатива за реализиране на доход или осигуряване на допълнително финансиране. В момента за фирмите и населението най-достъпният източник на средства е банковата система. 83% от компаниите, ползвали финансов ресурс в последната година, са изтеглили банков кредит.

Ценните книжа рядко се възприемат от населението като печеливша инвестиция. Едва 6.1% определят ДЦК като най-добро вложение, 5.2% - акциите и 1.4% - облигациите. Възможна причина за недоверието към възможностите на финансовите инструменти е принципното им непознаване (Таблица 15).

Таблица 15. В каква степен сте запознат какво представлява следното:

	Отговорили “никак”
акциите	64.6%
облигациите	71.4%
борсовият индекс	85.7%
дериватите	90.2%

Независимо от недостига на информация сред обществеността изглежда, че оживлението в последните години и медийното присъствие на темата за капиталовия пазар и компенсаторните инструменти оказват влияние върху инвестиционните намерения на населението (макар и те все още да са чисто декларативни) - 21% от българите биха купували ценни книжа на фондовата борса, ако имат достатъчно свободни средства, 12% биха се възползвали от съветите на специалист, а почти 10% биха инвестирали, ако имат повече информация.

Тези обществени нагласи и постепенно формиращо се доверие до известна степен кореспондират с вижданията на професионалистите за състоянието и развитието на капиталовия пазар. Докато брокерите обаче споделят с известен ентузиазъм, че в България пазарът прогресира, директорите на публичните дружества и емитентите са по-скептични. Ръководните екипи на компаниите оценяват капиталовия пазар нееднозначно, т.е. не само от позицията на участници, а и от гледна точка на икономическата обстановка, обществените нагласи, навлизащите чужди инвеститори и възможностите за развитие в бъдеще. Мненията на посредниците са

“по-тесни” и засягат конкретни събития, а не общи тенденции. По тази причина вижданията за “доброто” и “лошото” на пазара понякога са различни.

На практическо ниво постиженията са в областта на:

- законодателството – *“промяната в закона, която даде свободата за по-сериозно влагане”*;
- предлагането - *“постъпиха първите търгови предложения, като се започне от “Балканфарма” и други такива дружества, които освободиха средства и тези средства задвижиха самия пазар”*;
- търсенето - *“позволиха на пенсионните фондове да инвестират в търгувани на борсата емисии. Оттук тръгна лавината, защото те, започвайки да търсят на пазара и да купуват, създадоха действително търсене”*;
- навлизането на чужди инвеститори - *“първите инвестиционни дружества, които се създадоха и покрай тях чуждите капитали, които започнаха да влизат в страната. И оттам колелото се задвижи. Сега предстои да идват и нови дружества”*;
- увеличаването на доверието в капиталовия пазар - *“беше защитена стойността на акциите”, “всички други допълнителни европейски правила доведоха до покачване на доверието в капиталовия пазар”*.

Подемът на капиталовия пазар и според брокерите, и според ръководителите, се дължи и на предстоящото присъединяване на страната към ЕС. В прогнозите си дали и докога ще продължи това оживление, те се позовават на случващото се в други европейски държави – *“... там продължават да се отчитат рекорди и не е ясно кога този процес ще спре, така че търсене на акции в България ще има все повече”* (преки участници на пазара).

На по-високото, управленско ниво отчетените положителни промени са две и са белязани от критики:

- организация – *“системата, като механизъм си функционира, проблемът е, че има малко стока, некачествена, с ниска ликвидност”*;
- регулация – *“капиталовият пазар има много добра регулация, дори е свръхрегулиран. Но при нас има по-големи изисквания за разкриване на информация от повечето развити капиталови пазари”*.

За разлика от преките участници на пазара обаче, групата на мениджърите смята подема за временно явление. Според някои от мениджърите се оказва, че в момента липсват условия за развитие на капиталовия пазар.

Освен недостига на качествени компании, според ръководителите съществуват и други пречки за пълноценното функциониране на пазара. Те могат да бъдат описани на практическо и управленско ниво.

На практическо ниво:

- сложните процедури по “качване” на нови компании на борсата – *“... за да може един процес да тръгне като хората, трябва да зависи от едно-две неща”*;
- удължените срокове - *“дори едно елементарно нещо като това, че след като получиш потвърждение на проспекта, задължително трябва да ти излезе уведомление в Държавен вестник, губи поне две седмици време на*

компаниите”, “минималното време за качване на една компания е 76 дни, плюс 14 дни да излезе в Държавен вестник”;

Освен за професионалистите, и за 15% от представителите на бизнеса общо финансирането чрез емитиране на ценни книжа е *“затруднено от условия и процедури”*. Емитентите, които сега са на борсата, също подкрепят мнението, че емитирането на ценни книжа е административно обременено (57%).

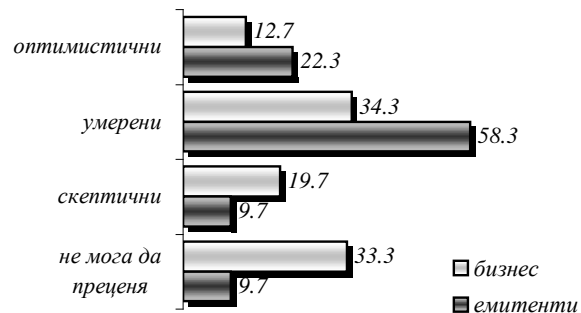
На управленско ниво пречки за развитието на пазара са:

- задълженията по ЗППЦК и наредбите свързани с него (според 51% от реалните и потенциалните емитенти) и по-конкретно – по отношение на сделките със свързани и заинтересовани лица, разпоредителните сделки с имущество на дружеството, увеличаването на капитала и търговото предлагане за закупуване и замяна на акции;
- разминаване на вида и обема на предоставяната информация с очакванията на чуждите инвеститори – *“тази информация не е във вида, в който външният инвеститор може да я употребява”;*
- прекален оптимизъм по отношение на възможностите за бърза печалба от фондовата борса – *“страх ме е, че ние много се доближаваме до гръцката траектория – еуфорията, бурното инвестиране в акции от най-дребните, след което ще настане страхотен срив”;*
- изтичане на вътрешна информация, което води до резки скокове и спекулации – *“(чуждите инвеститори за нашата борса) “Вие не можете да се справите с проблема за вътрешната информация!”. За тях всяка явна флукуация говори за нещо ненормално”;*
- стихийност на предлагането, липса на стратегия за привличане на нови компании – *“според мен би трябвало да е проблем на Българска фондова борса, а не на държавата. Тя трябва да си привлича емитентите. В Ню Йорк си имат специална длъжност “привличане на клиенти”. Борсата сама трябва да търси какво да прави”;*
- неадекватни цени на предлаганите ценни книжа – *“има много дружества, за които стойността на акциите, трябва да бъде под номинала. Тя е такава на борсата, обаче те, пускайки нова емисия, по закон не могат да я пуснат под номинала, т.е. те са тотално безинтересни за инвеститорите”;*
- множество хора, притежаващи по една акция – *“трябва да има клауза за дребните акции. Защото е безсмислено. Тази акция практически става ничия”;*
- насилственото “качване” на дружества на борсата – *“капиталовият пазар възниква с първата вълна на масовата приватизация и основната част от дружествата, които са в момента на борсата са там по тази причина, а не защото техните ръководства или акционери са заинтересовани от това да са публични”.*

Перспективи и прогнози

Въпреки някои критики към моментното състояние на капиталовия пазар, прогнозите за развитието му са по-скоро положителни (Графика 7)

*Графика 7. Какви са прогнозите ви за развитието на българския капиталов пазар?**



* Данните са от изследванията сред представителите на българския бизнес и реалните и потенциалните емитенти на фондовата борса.

Естествено оптимистите са повече сред хората, които имат реален достъп до пазара - 22% срещу по-малко от 13% от бизнеса общо. Относително висок е дялът на отговорилите “не мога да преценя” сред представителите на бизнеса (33%).

Очакванията на професионалистите са некачествените компании да отпаднат, а на борсата да започнат да се предлагат акции от нови предприятия. “Аз ги виждам разделени на три категории. Едната е напълно нови компании, които досега не са се търгували. Втората възможност е в компании, които са се отписали, но имат интерес да се върнат на пазара. И третата – компании, които са публични и са на борсата, но не се търгуват по простата причина, че капиталът им е малък и пазарът не ги познава” (пряк участник на пазара).

Сред мениджърските екипи на предприятията, участващи на БФБ, съществуват опасения, че резките скокове и необоснованото оживление при липсата на сериозни емисии с дългосрочна възвръщаемост могат да доведат до сериозен срив на пазара.

Ориентир за потенциала на капиталовия пазар могат да бъдат данните от изследването сред бизнеса и реалните и потенциални емитенти (Таблица 16)

Таблица 16. Потенциал на капиталовия пазар

Извършвана в момента дейност	Група (%)		
	Реални емитенти	Потенциални емитенти	Представители на бизнеса
Проучване на условията и процедурите за емитиране на акции	5.0	21.1	3.0
Подготвена нова емисия акции	2.5	-	0.7
Проучване на условията и процедурите за емитиране на облигации	6.6	10.5	3.3

Основната движеща сила на развитието в следващите години обаче ще бъде подкрепяната от 75% от бизнеса и 88% от реалните и потенциални емитенти идея, че България има нужда от добре развит капиталов пазар. Независимо от факта, че банковата система все още е най-лесно достъпният източник на допълнителни финансови ресурси и според 64% и 76% съответно от бизнеса и емитентите още дълго ще бъде такъв, общото усещане е, че пътят вече е предначертан и “... това е бъдещето. Няма начин пазарът да не се развие”.

Предложения за промени и препоръки

Данните от изследванията показват, че е необходимо да се извършат промени в следните насоки:

Промени, свързани с организацията на капиталовия пазар (практическо ниво):

- съкращаване на сроковете за “качване” на предприятия на борсата;
- опростяване на процедурите и условията;
- оформяне на информационните масиви във вид и обем, адекватен на очакванията на чуждите инвеститори;
- разрешаване на проблема с изтичане на вътрешна информация и манипулации чрез слухове;
- разработка на варианти за “изчистване” на капиталовия пазар от предприятия, участващи “насила”;
- създаване на асоциация на брокерите, която да защитава правата и да регламентира задълженията им, включително и етичните.

Промени, свързани с участието и популяризирането на капиталовия пазар:

- разработване на мотивационна схема за привличане на нови предприятия на борсата, която включва:
 - информационна кампания, насочена към представители на бизнеса, които не познават възможностите за финансиране от капиталовия пазар. Основната цел на кампанията е популяризирането на идеята, че той може да бъде основен източник за финансиране - *“трябва да се направи рекламна кампания към такива мениджъри, които изобщо не знаят за възможностите на фондовата борса. Те трябва да разберат, че това е полезно за тях, защото в момента го игнорират”*;
 - популяризиране на капиталовия пазар сред онези икономически субекти, които декларират, че нямат интерес поради непознаване;
 - представяне на капиталовия пазар като източник на публичност и авторитет за предприятието в страната и чужбина.
- разработване на система от гаранции и преференции за участниците на борсата:
 - данъчни облекчения;
 - гаранции за данъчния режим;
 - облекчени процедури по ДДС;
 - административни облекчения – обслужване на едно гише.
- формиране на отдел на борсата, чиято цел е привличане на нови емитенти;
- разработка на информационна кампания за населението с образователна цел (*“както го направи държавата по отношение на масовата приватизацията”*).

5. Фактори за развитие: начален иконометричен модел

В България не достигат модерните икономически анализи за капиталовия пазар. Ако все пак подемът на борсата стимулира, а и вървеше успоредно с, развитието на практически знания по корпоративни финанси и на анализи на състоянието на дружества и цели отрасли, рядкост са задълбочените съвременни анализи както за макроикономическата роля и място на капиталовия пазар в България, така и за факторите (институционални, структурни и други) за неговото развитие.

Настоящият раздел има за цел да предложи един начален модел за второто. Методиката отразява една от главните отправни точки на настоящия анализ – стратегическата цел за капиталовия пазар (БФБ-София) следва да бъде повишаването на ликвидността. В този смисъл, ликвидността е възприета като обобщаващ критерий за състоянието и развитието на пазара. Съответно, факторите за развитие на пазара са отъждествени с онези фактори, които най-пряко влияят именно върху ликвидността.

Ликвидността, както вече беше подчертано, се измерва по-пълно чрез съотношението оборот/капитализация³⁷. Ликвидността може да бъде измерена по три начина - като обща ликвидност (т.е. без отчитане на реалния свободен обем) и с два различни коефициента съответно при 5% и 10% свободен обем, както бе представено горе. Много от описателните характеристики на ликвидността вече бяха представени.

Друг важен показател за динамиката на капиталовия ни пазар, използван в част от модела по-надолу, е ръстът. Пазарният ръст, традиционно измерван с пазарната капитализация, в българските условия има своите ограничения, които вече бяха коментирани. Ето защо тук се прави опит за търсене на най-близкия аналог на динамиката на българския пазар. Една от възможностите е да се използва съществуващият индекс SOFIX. Известно е, че той е ограничен и не винаги отразява тенденциите на целия пазар. При цялата условност на избрания аналог, анализът тук все пак се основава на този индекс³⁸. Взети са стойностите в последния работен ден от месеца през съответните години.

Данните са месечни, с източник БФБ-София или ЦД, за периода от януари 2000 г.³⁹ до декември 2004 г. включително. Редът за пазарната капитализация преди февруари 2001 г. е попълнен изкуствено, както бе обяснено по-горе. Сериите са сезонно изгладени предварително⁴⁰.

Моделът си поставя за задача да отговори на два въпроса - кои са били факторите за развитие на капиталовия ни пазар през последните години, и има ли взаимовръзка между развитието на пазара и неговия ръст. Един от допълнителните

³⁷ Т.е. избраният тук показател за ликвидност е само един от дискутираните в теорията и практиката - т.нар. turnover ratio.

³⁸ БФБ-София вече въведе и нов индекс, БГ-40. Съставът на индекса се определи в навечерието на неговото официално стартиране през февруари 2005 г., поради което дори по известните по-рано критерии беше трудно съставът да се предвиди, а би било още по-некоректно да се направи опит за преизчисления със задна дата.

³⁹ С изключение на VAR модела, където редовете започват от ноември 2000 г. - първия пълен месец на съществуване на SOFIX.

⁴⁰ По метода Census X11 (additive).

въпроси, на които се намира статистически отговор, е относно вида на тренда на развитието на пазара.

Многомерен линеен регресионен анализ

Многомерната регресия е извършена върху следните променливи (Таблица 17):

Таблица 17. Променливи за регресионния анализ

Променливи	Описание
Liq	Обща ликвидност
Liq5	Коефициент на ликвидност (5%)
Liq10	Коефициент на ликвидност (10%)
COB	COBOS, dummy променлива, 1=съществуване на COBOS, 0=още невъведен COBOS
BL_vol	Съотношение блокова търговия/обща търговия в обемите
BL_turn	Съотношение блокова търговия/обща търговия в оборотите
BL_d	Съотношение блокова търговия/обща търговия в броя сделки
KI	Наличие на пазар на компенсаторни инструменти (и по-късно, на инвестиционни бонове), dummy променлива, 1=наличие, 0=още несъществуващ такъв пазар
Iss	Брай регистрирани емисии акции, общо официален и на неофициален пазар
For	Обем чуждестранни инвестиции в акции на публични дружества, лв
For_pr	Дял на чуждестранните инвеститори в собствеността, %
For_d	Дял на чуждестранните инвеститори в сделките, %
Prof_pr	Дял на професионалните инвеститори в собствеността, %
Prof_d	Дял на професионалните инвеститори в сделките, %

Първите три променливи са зависимите, използвани съответно в три аналогични модела. Моделът има следната стандартна форма:

$$Liq_t = \beta_0 + \beta_1 C + \beta_2 COB_t + \beta_3 BL_vol_t + \beta_4 BL_turn_t + \beta_5 BL_d_t + \beta_6 KI_t + \beta_7 Iss_t + \beta_8 For_t + \beta_9 For_pr_t + \beta_{10} For_d_t + \beta_{11} Prof_pr_t + \beta_{12} Prof_d_t + \beta_{13} T + u_t$$

където в дясната страна на уравнението β_i са регресионните параметри, u_t са случайните грешки, C е константа, T е променлива за тренд, а t отбелязва съответния месец. Моделът е аналогичен за останалите две мерки за ликвидност.

Оценката е извършена по метода OLS⁴¹. Резултатите са поместени в Таблица 18.

Таблица 18. Оценка на параметрите

⁴¹ Всички тестове и оценки са извършени с Eviews 3.1, с изключение на OLS-регресията, оценена с помощта на Microfit 4.0.

Променливи	Модел 1: зависима променлива Liq		Модел 2: зависима променлива Liq5		Модел 3: зависима променлива Liq10	
	коефициент	вероятност	коефициент	вероятност	коефициент	вероятност
C	-4.718**	0.074	-16.085	0.144	-13.266	0.138
COB	-1.712*	0.017	-7.187*	0.017	-5.716*	0.020
BL_vol	-0.703	0.521	-2.625	0.567	-2.374	0.525
BL_turn	2.69*	0.015	10.485*	0.024	8.433*	0.025
BL_d	10.212	0.406	35.653	0.488	47.322	0.260
KI	-0.35	0.636	-1.334	0.669	-1.050	0.679
Iss	0.004	0.118	0.0145	0.201	0.013	0.167
For	0.269	0.716	0.963	0.756	0.427	0.865
For_pr	-0.005	0.989	-0.255	0.870	-0.073	0.954
For_d	-0.03	0.683	-0.171	0.579	-0.143	0.568
Prof_pr	-0.764	0.730	-2.739	0.768	-2.314	0.759
Prof_d	0.174	0.430	0.749	0.417	0.583	0.437
T	0.095	0.335	0.409	0.321	0.344	0.305
обща резултати	60 наблюдения R ² 0.42979 adj. R ² 0.28421 S.E. of regression 1.0126 F-stat. F(12, 47) 2.9522 [0.004] DW-stat 1.6522		60 наблюдения R ² 0.39950 adj. R ² 0.24618 S.E. of regression 4.2432 F-stat. F(12, 47) 2.6056 [0.010] DW-stat 1.7106		60 наблюдения R ² 0.35854 adj. R ² 0.19477 S.E. of regression 3.4495 F-stat. F(12, 47) 2.1892 [0.028] DW-stat 1.7217	

* статистически значим при 95% доверителен интервал.

** статистически значим при 90% доверителен интервал.

Резултатите са донякъде изненадващи. В първия модел, единствените статистически значими параметри са тези за променливите, свързани с наличието на COBOS и отношението на блоковата към общата търговия (при оборота). Наличието на COBOS обаче се оказва извън факторите, допринасящи за повишаване на ликвидността – нещо повече, отрицателният знак на коефициента, макар и близък до единица⁴², показва че така съставеният показател за ликвидност е по-скоро негативно повлиян от наличието на COBOS. Това наблюдение води до необходимостта от допълнително изследване на въпроса, като вероятно именно COBOS дава удобен повод микроструктурата на капиталовия пазар у нас да бъде изследвана иконометрично за пръв път. Допълнителните изследвания са извън обхвата на настоящия анализ, поради което значимият извод тук е, че COBOS (поне досега) не е сред факторите за повишаване на ликвидността.

Последното има и своето “интуитивно” обяснение. Реално от възможностите на COBOS са се възползвали преди всичко вече активни инвеститори и така нетният ефект за повишаване на общата ликвидност е бил неутрализиран. Всичко това обаче не означава, че системата COBOS няма потенциал да допринесе за повишаване на ликвидността оттук нататък.

Статистическата значимост на дела на блоковата търговия към общата търговия (при оборота) пък най-вероятно се обяснява с особеностите на изходните статистически редове. В получената от БФБ-София справка, блоковата търговия беше включена в общата търговия. Последното предполага, че нарастването на оборота при блоковата търговия води до нарастване на оборота и в общата

⁴² При втория и третия модел, с вече коригирана според реалния свободен обем ликвидност, коефициентът е дори по-силно изразено отрицателен.

търговия. При относителното нарастване на блоковата спрямо “неблоковата” търговия (следователно, при нарастване на използваното в модела съотношение) ефектът върху ликвидността обаче е по-силен. С оглед на ограничената информационна представителност при блоковата търговия, статистическата значимост на разглежданото съотношение следва да бъде преценена по-скептично.

Интересно е да бъде отбелязано значението на броя регистрирани за търговия емисии от акции. Приносът на този фактор се оказва без статистическо значение, при това е много малък (коэффициентът е почти нулев). “Интуитивното” обяснение тук е, че за общата борсова ликвидност не е най-важен броят на регистрираните за търговия дружества сам по себе си.

Резултатите при Модел 2 (зависима променлива Liq5) и при Модел 3 (зависима променлива Liq10) са сходни. Статистически значимите фактори и при трите модела са малко, но от друга страна взаимната значимост на параметрите е налице⁴³, което означава че взети в съвкупност общо изследваните фактори са имали значение за ликвидността на БФБ-София през разглеждания петгодишен период.

И трите модела не отхвърлят⁴⁴ хипотезата, че в серията за ликвидността няма положителна автокорелация. Зависимостта на ликвидността в даден период от ликвидността в минали периоди е частично разгледана и във VAR модела долу.

Оценките показват, че едва между 36% и 43% от ликвидността се обяснява с изследваните фактори, като този процент е дори по-нисък ако се използва адаптираният коефициент R^2 . Ето защо иконометричното моделиране подкрепя един общ извод - ликвидността на БФБ-София се обяснява преимуществено от фактори, различни от обичайно най-често коментиранияте.

Това е само най-общ начален опит за иконометрично моделиране и по-нататъшни тестове и оценки може би ще разкрият още светлина върху факторите за развитие на пазара. Някои такива фактори са идентифицирани в останалите раздели от анализа. Може да се допусне, а и социологическите изследвания на места потвърждават, че важни фактори за развитието⁴⁵ на пазара в последните години са били следните: усъвършенстването на нормативната уредба и подобрената защита на инвеститорите, данъчните преференции, подобрението в общата икономическа среда и повишаването на нормата на спестявания, укрепването на доверието в пазара, търсенето на инвестиционни алтернативи и (все пак!) приватизацията.

Въпреки, че не е бил предмет на настоящия анализ, един друг фактор е възможно да оказва значително влияние върху ликвидността - манипулирането на пазара. Количественото изследване на манипулирането би представлявало интересно допълнение към анализа тук, но засега индикации за манипулируемост на пазара се срещат единствено в социологическите проучвания сред участниците на пазара. Парадоксалното би било това, че манипулирането на пазара при всичките негативи, свързани с разрушаването на пазарната ефективност и накърняването на доверието у инвеститорите, би могло в дадени периоди да доведе и до повишаване на ликвидността.

⁴³ Съдейки по резултатите от F-теста, при 95% доверителен интервал.

⁴⁴ Съдейки по DW-статистиката.

⁴⁵ И оттам вероятно, за ликвидността.

Тест за стационарност

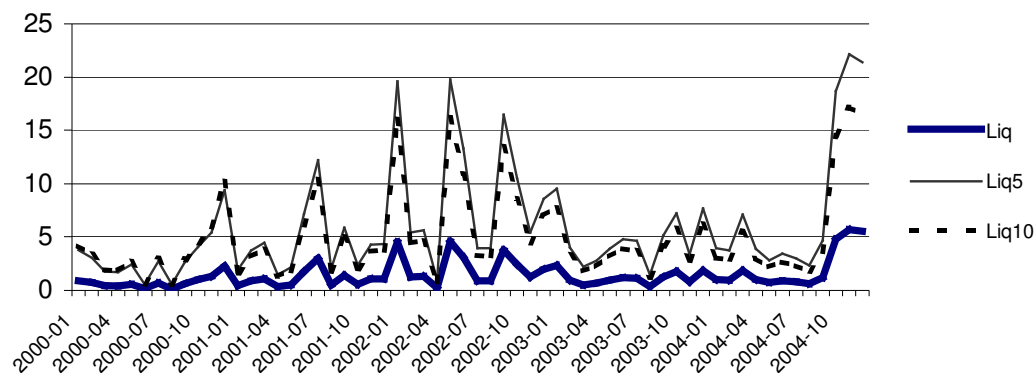
Извършената оценка по метода OLS не би била коректна, ако редът на ликвидността не бе стационарен. Ето защо е нужно да се тества ликвидността и за единичен корен. За целта е приложен *augmented Dickey-Fuller* (ADF) тест върху променливите за ликвидността, с един лаг. Резултатите са представени в таблица 19.

Таблица 19. Тест за стационарност на ликвидността

коэффициент на ликвидност Liq		коэффициент на ликвидност Liq5		коэффициент на ликвидност Liq10	
intercept, но без тренд	intercept и линеен тренд	intercept, но без тренд	intercept и линеен тренд	intercept, но без тренд	intercept и линеен тренд
58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.	58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.	58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.	58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.	58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.	58 използвани наблюдения от март 2000 г. до дек. 2004 г.
ADF- статистика -3.0094	ADF- статистика -3.4971	ADF- статистика -3.274116	ADF- статистика -3.684852	ADF- статистика -3.702539	ADF- статистика -3.913350
1% критична стойност -3.5457	1% критична стойност -4.1219	1% критична стойност -3.5457	1% критична стойност -4.1219	1% критична стойност -3.5457	1% критична стойност -4.1219
5% критична стойност -2.9118	5% критична стойност -3.4875	5% критична стойност -2.9118	5% критична стойност -3.4875	5% критична стойност -2.9118	5% критична стойност -3.4875
10% критична стойност -2.5932	10% критична стойност -3.1718	10% критична стойност -2.5932	10% критична стойност -3.1718	10% критична стойност -2.5932	10% критична стойност -3.1718

Вижда се, че в преобладаващия случай при 95% нива на значимост не се отхвърля хипотезата за стационарност. Излиза, че редът за ликвидността е от типа *trend stationary*. Това означава, че съществува детерминистичен (а не стохастичен) тренд, отклоненията от който могат да бъдат само временни под влияние на различните шокове. Това дава надежда, че процесът на нарастване на ликвидността е траен, макар и досега слаб. Графика 8 показва този (слабо възходящ) тренд.

Графика 8. Коэффициенти на ликвидност, %*



* Редовете тук не са сезонно изгладени.

Изводът е, че характерът на (тренда на) ликвидността през последните пет години подсказва за невъзможност да се въздейства трайно върху нея с епизодични мерки (шокове). За устойчива промяна (ръст) в ликвидността е необходимо изменение във факторите, които моделират ликвидността, или използване на съвсем нови фактори.

Отново трябва да се подчертае обаче, че това е само най-общ начален опит за иконометрично моделиране и по-нататъшни тестове (например за останалите променливи от моделите) може би ще разкрият още светлина.

VAR модел на развитието и растежа

По-горе беше представена концепцията за моделирането на ликвидността и на растежа. За откриване на връзката между двете е оценена една съвсем базисна VAR система от вида:

$$\text{Liq}_t = \beta_{\text{liq}0} + \beta_{\text{liq}1}\text{Liq}_{t-1} + \beta_{\text{liq}2}\text{dSof}_{t-1} + u_{\text{liq}t}$$

$$\text{dSof}_t = \beta_{\text{sof}0} + \beta_{\text{sof}1}\text{Liq}_{t-1} + \beta_{\text{sof}2}\text{dSof}_{t-1} + u_{\text{sof}t}$$

където означенията са стандартни, а dSof е процентното изменение на индекса SOFIX за съответния месец. Резултатите от оценките са поместени в Таблица 20.

Таблица 20. Оценки на VAR системата.

Зависима променлива Liq			Зависима променлива dSof		
променливи	коэффициент	ст. грешка	променливи	коэффициент	ст. грешка
Liq (-1)	3.925*	1.482	Liq (-1)	13.629*	6.204
dSof (-1)	-0.852*	0.359	dSof (-1)	-2.917	1.501
общии резултати	49 използвани наблюдения R ² 0.244184 adj. R ² 0.211322 S.E. equation 1.111678		общии резултати	49 използвани наблюдения R ² 0.203224 adj. R ² 0.168582 S.E. equation 4.654088	

* статистически значим при 95% доверителен интервал.

Резултатите горе могат да бъдат интерпретирани само най-общо на този етап. Това е начален опит за моделиране на връзката между двете променливи, като очевидно са необходими още много тестове и оценки. Най-вероятно моделът е непълен и връзките може би трябва да се потърсят между други променливи и то във VAR системи от по-висок ред.

При така избрания базисен модел първият извод е, че ликвидността⁴⁶ през даден месец е била статистически зависима от ликвидността през предходния месец и, макар малко, от промените в индекса SOFIX за месеца преди това. Втората зависимост е отрицателна, което може би се обяснява с факта, че ръстът на SOFIX често се отразява повече на пазарната капитализация, отколкото на оборота.

⁴⁶ Оценките за другите два измерителя на ликвидността, коефициентите Liq5 и Liq10, не са представени тук.

Обратната връзка също е налице, при това е силно изразена. Динамиката на SOFIX статистически зависи от ликвидността през предходния месец, но статистически не е свързана с динамиката на индекса през предходния месец.

Зависимостта на ликвидността най-вече от ликвидността в предходния период не е изненадваща. Ръстът на пазара може и да засили интереса към него и оттам да се отрази положително на ликвидността, но последното не е сигурно, докато по-добрата ликвидност “се самовъзпроизвежда” по-лесно. Обратно, повишената ликвидност води до сериозен ценови подем на пазара.

Изложеният начален опит за иконометрично моделиране доказва важността на ликвидността като основна стратегическа цел, но заедно с това идва да покаже, че е необходим и допълнителен анализ на факторите за развитие на българския капиталов пазар през последните години.

6. Общи перспективи пред БФБ-София

Обобщаващи характеристики за състоянието

Преди да бъдат очертани най-общите перспективи пред капиталовия пазар у нас и в частност пред БФБ-София⁴⁷, е необходимо да бъдат изведени и обобщени някои от основните характеристики на днешното му състояние. Анализирани в предишните раздели количествени и качествени аспекти на капиталовия пазар могат да бъдат систематизирани и доразвити по следния начин.

Капиталовият пазар, както и БФБ-София, остава непопулярен и/или непознат като алтернативна среда за финансиране от потенциалните емитенти на публично търгувани ценни книжа (проблем от “страната на предлагането”). По този начин много малка част от българската икономика е представена на борсата.

Пазарът, и отново в частност борсата, остава непопулярен и/или непознат и за потенциалните инвеститори. Това в особена степен се отнася за масовия инвеститор (спестител), който би следвало да бъде основен фактор за един жизнен пазар, но който все още търси други, макар и крайно ограничени, финансови продукти и услуги (проблем от “страната на търсенето”). Активността на фондовата борса е разпределена предимно между ограничен кръг от участници.

Присъствието на професионални и на чуждестранни инвеститори на капиталовия пазар у нас през последните години се оказва много ограничено. Въпреки това са налице признаци на подем в някои показатели и привличането на професионалните и на чуждестранните инвеститори крие голям потенциал.

Голяма част от обемите и оборотите на БФБ-София се дължат на сделки с “нетипични” инструменти (компенсаторни инструменти и инвестиционни бонове). Тези инструменти, въпреки огромното им значение по други причини, имат съпътстващо и временно присъствие на борсата. Интересът към търговия с тези инструменти в известна степен допринесе за повишаване на интереса и на доверието към капиталовия пазар като цяло, но значението им от гледна точка на жизнеспособността на българския капиталов пазар е ограничено.

Особено след 2001 г., свидетели сме на засилване на борсовата приватизация (особено на продажбата на остатъчни и/или миноритарни пакети). Макар и закъснял (и все още ограничен, на фона на добрия потенциал на капиталовия пазар), този подход на държавата вероятно донякъде допринася за повишаване на ликвидността⁴⁸ и оттам – на доходността, която се реализира от капиталовия пазар. В крайна сметка обаче ефектът от борсовата приватизация върху развитието на капиталовия пазар е ограничен. Приватизацията освен това е процес, ограничен във времето, поради което значението ѝ от стратегическа гледна точка за пазара е малко⁴⁹.

Последният извод би бил спорен, ако борсовата приватизация имаше повече от временен ефект върху ликвидността. Факт е обаче, че вторичната търговия се

⁴⁷ Текстът по-долу в голяма степен е основан върху Николов, Ив. (2004).

⁴⁸ Въпреки, че това не се доказва от Графика 4.

⁴⁹ Този извод има своите големи изключения, едно от които разбира се е продажбата на остатъчния дял от БТК.

основава, в общия случай, на крайно ограничен “свободен обем” от капитала на публичните дружества. В този смисъл, както беше вече подчертано, показателите за пазарна капитализация често надценяват реалния потенциал на пазара.

Ликвидността като цяло се подобрява, но остава ниска и освен това е съсредоточена върху малко на брой позиции. Привличането на нови емитенти остава основното предизвикателство за БФБ-София, което най-пряко би могло да адресира проблема с ликвидността.

Облигационните пазари имат второстепенно значение за капиталовия пазар днес. От гледна точка на развитието на БФБ-София обаче, тези пазари имат голям потенциал.

В лицето на блоковите и други договорени сделки (част от които не влизат в представителните борсови цени), на борсата се извършва по-голям от често представяния обем и оборот.

Анализът и проучванията не регистрираха съществени недостатъци на системите за подаване на поръчки и търговия на БФБ-София. Системата COBOS има голям принос за популяризиране и подобряване на достъпа до борсовите пазари, но въпреки потенциала за растеж и тук, досега реалният принос към оборотите и обемите е бил ограничен.

Данъчният режим на капиталовия пазар днес съдържа много малко стимули и порядко е водещ за инвестиционните решения или поведението на емитентите. Съответно, без усъвършенстване и наличие на данъчни стимули, данъчният режим няма да бъде сред определящите бъдещето на пазара фактори.

Капиталовият пазар е изправен пред (вероятно нарастващ) конкурентен натиск от страна на другите канали за финансово посредничество - най-вече банковата система, но също и други канали за разпределения на ресурси (например застраховане и лизинг). Разбира се, възможен е и обратният положителен ефект (например банките като емитенти да са представени на борсата, или застрахователни и пенсионни дружества да инвестират в публично търгувани книжа), но той засега остава ограничен. Все още за много от банките в България, вкл. големите чуждестранни, предстои и откриване на инвестиционното банкиране като нова перспективна ниша, в която да намерят конкурентните си предимства.

Не на последно място, капиталовият пазар (и БФБ-София) следва да се развива в нарастващо конкурентна и променяща се среда поради процесите по изграждане на Единния пазар за финансови услуги в рамките на ЕС. През последните години се предприемат поредица от институционални и правни инициативи по интегрирането на финансовите пазари в Европа. Процесите на консолидация и интернационализация са обусловени и от чисто пазарни причини.

Контекстът на присъединяване към ЕС

В процеса на присъединяване на България към ЕС често се формират едни от определящите елементи на икономическата политика на България и това неизбежно се отразява и на капиталовия ни пазар. Всъщност в значителна степен именно поетите ангажименти и постигнатите договорености при преговорите за

членство в ЕС формираха основата на българската нормативна и регулативна практика в областта на капиталовия пазар⁵⁰.

Настоящият материал няма за цел да опише хармонизирането на българското законодателство в областта на ценните книжа с европейското *acquis*. Накратко, сферата на капиталовия пазар е застъпена в най-голяма степен в Глава 3 “Свободно движение на услуги” от преговорните глави за присъединяване към ЕС. Свободното извършване на финансови услуги е сред основните свободи, на които се основава функционирането на вътрешния пазар на Европейския съюз, като конкретно в областта на ценните книжа са приети следните по-важни директиви⁵¹:

- Директива 89/298/ЕЕС от 17 април 1989 г., координираща изискванията на изготвяне, проверка и разпространение на проспектите, които трябва да се публикуват при публично предлагане на прехвърляеми ценни книжа, с която се въвеждат специализирани изисквания за първоначално предлагане на ценни книжа на обществото.
- Директива 79/279/ЕЕС от 5 март 1979 г., координираща условията за официална регистрация на ценни книжа за търговия на фондова борса.
- Директивата на Съвета 85/611/ЕЕС от 20 декември 1985 г. за предприятията за колективно инвестиране в ценни книжа, която се прилага към предприятията, които имат за предмет на дейност набирането на средства от обществото и инвестирането им в ценни книжа на базата на разпределението на риска. Приложното поле на директивата включва единствено предприятия за колективно спестяване и инвестиране, които постоянно предлагат на обществото и изкупуват обратно притежаваните от инвеститорите акции или дялове от имуществото им, т. е. които са от отворен тип.
- Директива 88/627/ЕЕС за информацията, която подлежи на оповестяване при придобиване или разпореждане с дялово участие в дружество, чиито акции са приети за търговия на фондовата борса.
- Директивата 93/22/ЕЕС за инвестиционните услуги в областта на ценните книжа от 10 май 1993 г. Тя хармонизира основните изисквания за извършване на дейност от инвестиционните фирми (посредници) на територията на Европейската общност, като едновременно с това въвежда принципа на взаимното признаване на издадените разрешения (т.нар. “единен паспорт”).
- Директива 2001/34/ЕС, която обединява следните директиви: 79/279/ЕЕС, 80/390/ЕЕС (координираща изискванията относно съдържанието, структурата и разпространението на документите, свързани с допускането на ценни книжа на официален пазар на фондова борса), директива 82/121/ЕЕС (за информацията, която се публикува на регулярна база за компаниите, чиито ценни книжа са регистрирани на официален пазар на фондова борса) и споменатата вече директива 88/627/ЕЕС.
- Директива 2003/71/ЕС за изискванията към изготвянето, одобрението и публикуването на проспект в случаите на публично емитиране на ценни книжа или тяхната регистрация за търговия на регулиран пазар.

⁵⁰ Друг значителен фактор за развитието на нормативната и регулативната уредба и практика след средата на 1990-те години бяха разнообразните неевропейски донорски проекти и програми за техническа помощ.

⁵¹ Повече подробности и текстовете на директивите са достъпни на адрес: http://www.fese.be/statistics/european_directives/

- Директива 2003/6/ЕС от 28 януари 2003 г. за търговията с вътрешна информация и пазарните манипулации.

Глава 3 беше временно затворена на 29 ноември 2001 г.

Българското законодателство е до голяма степен вече хармонизирано с горните директиви. По Глава 3 България е договорила един преходен период и той засяга именно капиталовия пазар. Той е свързан с Директивата за компенсиране на инвеститорите (Директива 97/9/ЕС от 3 март 1997 г.). Преходният период е тригодишен и засяга минималното ниво на компенсиране на инвеститорите. Според Директивата всяка държава-членка трябва да осигури съществуването на един или повече компенсационни фондове и изисква всички инвестиционни фирми да членуват в такъв фонд. За разработването на нормативна уредба по тази директива и поетапното постигане на пълно съответствие на схемите за компенсиране на инвеститорите у нас България е поискала преходен период до 31 декември 2009 г.⁵².

В контекста на присъединяването към Европейския съюз обаче за българския капиталов пазар ще бъде важно не само съобразяване с общото европейско законодателство в областта, но и с други институционални или пазарни тенденции вътре в съюза.

От гледна точка на институциите, интеграцията на капиталовите пазари е важен елемент за постигането на един завършен вътрешен пазар в рамките на ЕС. Европейските усилия в тази посока датират още от средата на 1980-те години. Стремещт на ЕК да задълбочи интеграционните процеси довежда до приемането през 1999 г. на Financial Services Action Plan (План за действие в областта на финансовите услуги)⁵³.

Във връзка с трудното прилагане на Плана за действие в областта на финансовите услуги, през 2000 беше даден мандат на един Комитет под ръководството на Alexandre Lamfalussy да изработи доклад по проблемите на преодоляването на сегментацията на пазарите в ЕС. Крайният доклад на този Комитет е публикуван през 2001 г. и той в най-голяма степен предопределя приоритетите по интегриране на финансовите пазари в рамките на съюза⁵⁴.

Българският капиталов пазар трябва да се впише в тези процеси. Още по-важно обаче е да се подчертае и това, че успоредно с тях в Европа протичат и консолидационни процеси на чисто пазарна основа. През последните няколко години сме свидетели на истински бум на различни форми на хоризонтална и вертикална интеграция на националните пазари, както и на трансгранично обединение на капиталови пазари (съответните тържища)⁵⁵. Трудно е да се прецени какъв точно конкурентен натиск произтича от тези обединения точно за малък пазар като българския, но е ясно че са налице силни тенденции за интегриране на финансовите пазари в международен план и това трябва да се има предвид и у нас.

⁵² Съответните разпоредби вече са предложени с новия проект за изменение и допълнение на ЗППЦК.

⁵³ Достъпен на адрес: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/actionen.pdf

⁵⁴ Повече подробности по Плана за действие в областта на финансовите услуги и по доклада на Lamfalussy се съдържат на адрес: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/stocktaking.htm#consultation

⁵⁵ Напр. Euronext, Virt-X, HEX или (неуспешния опит на) NEWEX.

Общи перспективи пред борсите от ЦИЕ

Друга гледна точка към перспективите специално на БФБ-София е те да бъдат погледнати през призмата на постигнатото или на вече установените проблеми при останалите присъединяващи се (или вече присъединили се) към ЕС страни. България, особено с оглед на относително малкия размер на капиталовия пазар дори на регионален фон, едва ли може да предложи някакъв алтернативен сценарий на развитие в близките години. Вече има публикувани подробни изследвания на перспективите пред страни, сходни с България⁵⁶.

Анализите са единодушни в един от изводите си - самостоятелното оцеляване на източноевропейските борси ще бъде много трудно. Могат да се обобщят следните възможни сценарии за развитието им:

- Опити за самостоятелно оцеляване – те ще бъдат свързани най-вече с необходимостта от съкращаване на разходите на отделните тържища и същевременно повишаване на приходите (което предполага например привличане на емитенти и повишаване на ликвидността).
- Стратегически съюзи – каквито европейската практика вече познава. Съюзите в този смисъл не предполагат сливания или обединения, а различни варианти на обмяна на информация, координиране на правилата, създаване на възможност за ползване на общи платформи за подаване на поръчки, търговия и приключване на сделките.
- Обединения – които също могат да приемат различна форма (сливания, вливания, поглъщане или капиталово участие). Европейската практика вече дава примери и за такива сценарии на развитие дори в рамките на сегашния ЕС.

Обединението е крайната форма на сътрудничество между борси от даден регион, но сливане, в което би участвала пълноценно и БФБ-София, засега изглежда твърде далечна цел. Възможни са обаче различни форми и етапи на засилено регионално сътрудничество, като водещата цел винаги трябва да бъде повишаването на ликвидността като индикатор за развитие. Понякога събирането на регионалната ликвидност в един национален пазар⁵⁷ е оптималното решение.

Общи предизвикателства пред развитието на БФБ – София

Не само настоящата роля на капиталовия пазар в рамките на финансовия сектор на страната е ограничена, но и перспективите за неговото развитие в непосредствено бъдеще са противоречиви, въпреки положителните тенденции от последните години и положителните непосредствени очаквания. Някои от най-големите стратегически предизвикателства от вътрешен характер за българския капиталов пазар са следните:

- Намаляващо значение на приватизацията през фондовата борса.
- Временен характер на вторичната търговия с непарични платежни средства.

⁵⁶ Подробните чуждестранни разработки са посочени в списъка на използваната литература.

⁵⁷ По-точно, приемането на една национална търговска платформа и от останалите страни, и осигуряването на общ достъп до нея, по примера на Групата OMX, в която влизат северноевропейските и балтийските борси. На 27 септември 2004 г. няколко страни възприеха общата платформа SAXESS, която вече оперираше в Швеция. Подробности в www.omxgroup.com

- Растяща конкуренция от други канали на финансовото посредничество (най-вече банковата система).
- Недостатъчна популярност на българския капиталов пазар сред местните инвеститори и емитенти⁵⁸.

Към посочените предизвикателства могат да бъдат добавени и други, свързани с процеса на присъединяване към ЕС и с глобализацията на пазарите:

- Необходимост от по-нататъшно усъвършенстване и хармонизиране на нормативната уредба и на пазарната инфраструктура⁵⁹.
- Растяща конкуренция от страна на чуждестранни пазари на ценни книжа, където могат да бъдат привлечени големите български компании.
- Растяща конкуренция, породена от перспективите за по-свободно предоставяне на финансови услуги, което би довело до повече възможности за българските инвеститори да участват пряко на външните пазари.
- Растяща конкуренция за българските посредници, поради навлизането на чуждестранни посредници на местния пазар.
- Евентуален ефект на “изтласкване” на капиталовия пазар като алтернативен канал за посредничество под натиска на идващи в България средства по линия на европейски фондове или по линия на преки чуждестранни инвестиции.

Горният списък далеч не е изчерпателен, но дори той очертава необходимостта от предприемане на стратегически действия днес от страна на институции и на участници на българския капиталов пазар с цел постигане на устойчивост на пазара до и след 2007 г. Основните насоки на тези действия са посочени по-надолу.

Предложените изменения в Правилника на БФБ-София и в ЗППЦК

За перспективите пред капиталовия пазар общо и за бъдещето на БФБ-София в частност е важно да бъде преценен и ефектът от обсъжданите в момента нови изменения в Правилника на БФБ-София и в ЗППЦК. Подробният анализ на предложените промени излиза извън предмета на изследването тук, тъй като тук се прави опит за извеждане само на онези стъпки, които най-пряко биха стимулирали пазара (а не онези, които биха отстранили всички несъвършенства или биха обогатили пазарната среда общо).

Промените в Правилника могат да бъдат разбрани и подкрепени дотолкова, доколкото те основно отразяват вече анализирани проблеми с ограничената ликвидност. В случая ограничената ликвидност се адресира не като проблем сам по себе си, а главно като основа за злоупотреби от данъчно-счетоводен характер⁶⁰. В мотивите към предложените промени, БФБ-София се спира и на необходимостта от

⁵⁸ По отношение на емитентите, освен представеното в социологическите проучвания по-горе, това се потвърди и от разпространения през октомври м.г. Доклад за световната конкурентоспособност на Световния икономически форум, Давос. Там по показателя “достъп до местния капиталов пазар” анкетиранияте предприемачи поставят България на 87-мо място от 104 страни.

⁵⁹ Като пример за това може да се даде дори иначе добре развитата българска система за клиринг и сетълмент в областта на капиталовия пазар. Тук предизвикателствата се дължат в голяма степен на съществуващите проблеми по интегрирането в рамките на самия ЕС – вж. Giovannini group final report (2003) от април 2003 г, достъпен на адрес: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing_settlement_arrangements140403.pdf

⁶⁰ Някои от тях свързани с вече описаните преференции на данъчния режим за търговия с книжа на регулираните пазари.

оптимизиране на сегментацията на пазарите за подобряване на общия образ, полесното възприемане от инвеститорите и съобразяване с европейските обичайни практики на сегментация. Предлаганите минимални критерии за ликвидност за официалния пазар, както и създаването на новия регистрационен пазар обаче сами по себе си не създават условия за повишаване на ликвидността. Борсата в мотивите признава обстоятелството, че пряко не може да влияе върху ликвидността. Също така предлаганите промени имат само косвено отношение към повишаване привлекателността на борсата за потенциалните емитенти. Ето защо, доколкото повишаването на ликвидността следва да бъде стратегическата, но и непосредствена цел и критерий за развитие на БФБ-София, предлаганите промени в Правилника могат като цяло да бъдат оценени, че са една положителна стъпка в необходимата посока, но без непосредствен ефект за стимулиране на капиталовия пазар.

Измененията и допълненията в ЗППЦК, вече предложени за обсъждане в Народното събрание⁶¹, също невинаги могат да бъдат оценени в контекста на търсене на непосредствени ефекти за стимулиране на пазара. В дългосрочен план, някои от предлаганите промени могат да имат смесен ефект върху част от участниците на българския капиталов пазар. Въвеждането на “единния паспорт” например, при равни други условия, може да засили конкурентния натиск върху местните инвестиционни посредници. Фондът за компенсиране на инвеститорите пък би се отразил положително за укрепването на доверието у инвеститорите, въпреки че и тук едва ли ще има непосредствен ефект сега. Договорните фондове, като нови инвеститори, несъмнено могат да допринесат сериозно за активизиране на “страната на търсенето” на капиталовия пазар, но все пак остава открит проблемът с повишаване на привлекателността за самите емитенти.

Именно последното е в основата на най-дискутираните текстове в предложението – възможността за облекчено “отписване” на определени дружества като публични от регистрите на КФН. За целите на настоящия анализ не е необходимо да бъдат анализирани техническите аспекти на предложението, нито да бъдат оценявани алтернативните предложения и аргументите към тях. Горезиложеното обаче категорично извежда няколко извода, които могат да бъдат насочени пряко към предлаганите промени.

На първо място, броят на регистрираните за търговия емисии не е статистически значим за общата борсова ликвидност. Ликвидността е съсредоточена върху ограничен брой емисии и дружества, поради което в действителност се създават предпоставки за манипулации на пазара от най-различни съображения. От друга страна, нагласите сред немалко емитенти и техните ръководни органи определено не са свързани с активно присъствие на капиталовия пазар и освен това има усещане за тежест, свързана с публичния статут на едно дружество.

Общата популярност на капиталовия пазар и доверието към него са свързани теми. Ето защо всяко крайно (но дори и компромисно) решение за въпроса с присъствието на борсата на по-слаболиквидни или в по-неблагоприятно финансово състояние дружества следва да отчита преди всичко интереса и равнопоставеността на всички техни акционери.

⁶¹ Пълният текст на промените, както и мотивите към тях, е достъпен на адрес <http://www1.parliament.bg/infocenter/zakonoproekti/402-01-71.rtf>

Последното важно следствие от предложените изменения и допълнения в ЗППЦК е свързано с възможността за приватизация (продаване на държавното участие) на БФБ-София и ЦД. С оглед на намаляващата роля на държавата за непосредствено влияние върху капиталовия пазар, както и поради факта на вече изградена адекватна пазарна инфраструктура, такова решение може да бъде оценено общо положително. Развитието тук може да има непосредствен ефект върху стимулирането на пазара в следните няколко посоки.

Първо, приватизацията на борсата и на депозитаря може да ускори или да протече успоредно с определени форми на регионалната консолидация. На второ място, приватизацията може да създаде допълнителни стимули за засилване ефективността на оперативното управление на борсата. На трето място, в зависимост от перспективите за превръщане на БФБ-София и в публично дружество (т.е. в допълнение към приватизацията), може да се очаква и сериозен ефект на подобряване на корпоративното управление на самата борса, с всички позитиви от това за българския капиталов пазар. Не на последно място, участието в приватизацията на борсата и на депозитаря, заедно с евентуалната възможност за разпределяне на финансовия им резултат, може допълнително да стимулира техните членове към по-активно участие на самия капиталов пазар.

7. Обща стратегия за развитие

Привличане на емитенти

Липсата на достатъчен интерес у емитентите за набиране на капитал през фондовата борса представлява основен проблем. Поради това не достигат достатъчен свободен обем атрактивни акции от повечето емисии, въпреки някои положителни тенденции. Привличането на нови емитенти на БФБ-София трябва да бъде осъзнато като първостепенно предизвикателство, като необходимите мерки могат да бъдат обобщени така:

- Аргументиране и популяризиране на новите възможности за изгодно финансиране през капиталовия пазар за потенциалните емитенти.
- Специален интерес за привличане на емитенти на корпоративни облигации на първичен пазар на борсата.
- Съкращаване на сроковете и на тежестите по регистрация на нови емисии;
- Периодични анализи за откриване на потенциални атрактивни нови емитенти⁶².
- Индивидуален подход към потенциалните емитенти;
- Привличане на МСП, вкл. новосъздадени, като особено перспективна ниша⁶³.
- Данъчни стимули за емитентите – публични дружества.
- С аргумента на успешната борсова приватизация на БТК, привличане на големите оставащи приватизационни сделки, възможно и само за миноритарни пакети, на борсата (например ТЕЦ-ове, Общинска банка, цигарените фабрики).

Данъчни стимули

Данъчните стимули не само за емитентите, но и за инвеститори и различните групи посредници, остават един слабоизползван но силен механизъм за стимулиране на пазара. Някои от възможностите в тази посока са, както следва:

- Данъчни преференции за физическите лица, инвестиращи в ценни книжа на борсата, по аналогия с аналогични съществуващи при вложения в доброволни осигуровки и някои застраховки.
- Освобождаване от данъчно облагане на разпределяните от инвестиционните дружества дивиденди.
- Освобождаване от данъчно облагане на доходите от дружествата със специална инвестиционна цел.
- За юридическите лица, търгуващи с книжа на регулиран пазар, ограничаване на размера на отрицателната разлика, с която се увеличава финансовият резултат за данъчни цели по чл. 23, ал. 2, т. 17 от ЗКПО.
- Данъчно стимулиране специално на публичните дружества - емитенти.

Нови продукти и пазари

БФБ-София следва да търси разнообразни възможности за привличане на допълнителна търговия с още финансови активи, вкл. например чрез поемане на част от паричния пазар. Възможно е да бъдат активизирани усилията по следните

⁶² Началото вече е успешно положено през първата половина на 2004 г. с изготвения от “СФБ Капиталов пазар” анализ.

⁶³ Заедно с възобновяване на усилията по създаване на специален пазарен сегмент за тях.

направления – стимулиране на съществуващия и сега на борсата пазар на ДЦК, организиране на електронен пазар на ДЦК, привличане и организиране на (част от) търговията на междубанковия валутен и паричен пазар⁶⁴.

Всичко това са добри възможности, но изхождайки от класическото разбиране за капиталовия пазар като пазар на финансови инструменти с матуритет от една година и повече, и най-вече акции и дългосрочни облигации, стратегическите усилия трябва да се насочат предимно в тази посока. Доколкото интересът към емитиране и търговия на борсата на акции и облигации като базови активи може да бъде стимулиран и чрез разнообразни производни продукти, свързани с тях, сред наличните поне хипотетично възможности по-близо до фундаменталните фактори за развитие на капиталовия пазар изглежда възможността за създаване на деривативен пазар на БФБ-София.

В края на 2004 г. по поръчка на борсата беше извършено проучване⁶⁵ на перспективите за организиране на такъв пазар и създаване на такива продукти от БФБ-София. Резултатите са на разположение на ръководството на борсата и те доказват, че към настоящия етап практически липсват условия (и донякъде интерес) към изграждане на деривативен пазар.

Периодично обаче тази перспектива следва да бъде отново преценявана, като въпросното проучване предлага и общ план за действие в тази посока.

Организационно и структурно развитие на БФБ-София

В самото начало беше подчертано, че извън предмета на анализа остават вътрешноорганизационни въпроси на корпоративното развитие на борсата, особено такива с по-технически или не непременно с непосредствен ефект за стимулиране на пазара. Има обаче поне четири направления, по които може да се работи активно именно с оглед на стратегическия интерес на БФБ-София.

Проучванията затвърдиха извода, че привличането на нови емитенти е основно предизвикателство за борсата. Неколкократно бе споменавано, че борсата следва особено да активизира усилията си в тази посока – дори с цената на засилване на ресурсния капацитет чрез създаване на нов отдел за привличане на потенциални (а не просто за работа със съществуващи) емитенти.

Друго повтарящо се наблюдение, свързано естествено с често ограничената ликвидност, са възможностите за манипулация на пазара. Тези опити или действителни състояния⁶⁶ са пагубни за доверието на инвеститорите, местни или чуждестранни, и косвено повишават цената на потенциалното финансиране през българския капиталовия пазар. Ето защо е необходимо БФБ-София да насочи нови усилия за засилване на надзорния капацитет. Особен дисциплиниращ ефект навярно биха имали и първите по-масово оповестени случаи на наложени от борсата санкции по подобни поводи.

⁶⁴ Аргументи и възможни модели са представени в Моравенов, М. (2004).

⁶⁵ От OEN Consulting – Nägeli & Partner, Швейцария.

⁶⁶ Тяхното количество регистриране и доказване е предизвикателство само по себе си, и освен това не е било предмет на настоящия анализ.

На трето място, БФБ-София следва да положи усилия за рязко повишаване на аналитичния си капацитет, дори с цената на привличане на външни експерти. Засилването на аналитично-изследователската дейност на борсата не просто ще я доближи до аналозите от по-развити страни. Първо, повече и по-качествени анализи ще подпомагат ръководството на БФБ-София при аргументиране и вземане на решенията. Второ, тази нова функция може сериозно да повиши авторитета на борсата. Трето, с аналитично-изследователската дейност може да бъде улеснена много и общата популяризация на борсата. И накрая, определени форми на аналитично-изследователска дейност могат да представляват и източник на допълнителни приходи.

Четвъртото развитие от организационно-структурно естество за БФБ-София, което би имало по-непосредствен ефект върху пазара, е засилване на интегрирането между борса и депозитар. Това може да бъде дълъг и поетапен процес, но съществуват аргументи в негова полза. Първият аргумент е оптимизирането на разходите (и оттам, снижаването на цените за предоставяни услуги) от двете институции. Другите аргументи могат да бъдат потърсени в процесите на регионална консолидация и конкурентния натиск - и за двете институции ще бъде трудно оставането извън тези процеси, но интегрирането на пазарната инфраструктура може съществено да повиши тежестта и привлекателността им в очите на техни регионални партньори (но също и на техни членове, акционери и всички инвеститори).

Обща популяризация на БФБ-София

Анализът доказва острата необходимост от обща популяризация на капиталовия пазар и конкретно на БФБ-София. Популяризацията сред потенциалните емитенти е от първостепенна важност, но следва да бъдат разработени и предприети конкретни мерки и за общата популяризация.

Необходимо е масирано и редовно присъствие в медиите, вкл. неспециализираните. Възможностите на капиталовия пазар, както и доверието и сигурността на БФБ-София, следва да бъдат широко рекламирани.

Във връзка с това е препоръчително да се практикуват периодични социологически проучвания на нагласите, по подобие на представеното по-горе.

Регионална политика на БФБ-София

Регионалната политика и по-конкретно установяването на едно стратегическо партньорство с пазар(и) от ЕС остава друго основно предизвикателство пред БФБ-София. Борсата най-вероятно в средносрочен хоризонт няма да може да устои на конкурентния натиск без търсене на регионално сътрудничество.

Анализирането на алтернативи и предприемането на целенасочени действия тепърва предстоят. Още отсега обаче може да се твърди, че съществуват силни аргументи за сътрудничество конкретно с Атинската фондова борса. През последните години са извършени някои първи стъпки в тази посока, но е необходимо активизиране най-малко по следните причини.

Първо, регионалната близост прави двата пазара по-привлекателни един за друг отколкото пазар в Централна Европа например. Второ, присъствието на гръцки инвестиции и компании в България, както и силното икономическо сътрудничество между двете страни, неизбежно ще допринесе за популяризацията навън и на българския капиталов пазар. Специално трябва да се подчертае активното присъствие на гръцки инвеститори в българската финансова система, които могат да бъдат естествен “мост” при интегрирането на двата пазара. Не на последно място, сътрудничеството с пазар от ЕС и от Евророната следва да бъде приоритет за БФБ-София в контекста на общата икономическа политика на България.

Разбира се кооперирането между борсите в региона може да добие различни форми в целия диапазон от капиталово участие, през крос-листване на емисии в повече от един пазар, до хармонизиране и интегриране на платформите за подаване на поръчки, търговия и сетълмент. Освен това сътрудничеството навярно ще се реализира успоредно на многостранна и на двустранна основа. Необходимо е да се отчете и това, че отговорите на част от въпросите предполагат чисто политически решения, т.е. отговорността вероятно тук се носи не само от БФБ-София.

Както беше подчертано в началото, гореизброените действия и мерки за стратегическо развитие не могат да бъдат предприети и доведени докрай единствено от БФБ-София. Освен това изброеното не изчерпва всичко необходимо за усъвършенстване на капиталовия ни пазар, а се отнася единствено до онова, за което се приема, че може да го стимулира в непосредствен хоризонт, до 2007 г.

Така изложената обща стратегия на БФБ-София за развитие на капиталовия пазар до 2007 г. ще бъде разписана в една подробна програма за изпълнение. Програмата ще съдържа по-конкретните мерки, тяхното приоритизиране, етапите и сроковете, както и отговорностите за изпълнението.

8. Използвана и допълнителна литература

АИАП. *Краткосрочна прогноза за икономиката на България*, октомври 2004.

Апостолов, Ап. 2005-а – решаваща година за фондовата борса, *вестник “Пари”*, бр. 3/2005.

Гуглева, Р. Концепцията за корпоративно управление в българското право. *Списание “Търговско право”*, бр. 4/2004.

Моравенов, М. Развитие на фондовия пазар в България и насоки за подобряване на неговата ефективност - Българският модел и други източноевропейски модели. Глобализационни процеси и мястото на България в тях. *Сиела, С.*, 2004.

Николов, Ив. Истинският проблем се нарича неадекватна икономическа политика. *вестник “Капитал”*, бр. 22/2000.

Николов, Ив. Развитие на капиталовия пазар в България. *Център за икономическо развитие, С.*, 2000.

Николов, Ив. Публичните дружества – историята на един неразвит пазар. *вестник “Пари”*, приложение, бр. 84/2003.

Николов, Ив. Българският капиталов пазар още разчита на държавна подкрепа. *вестник “Пари”*, бр. 87/2003.

Николов, Ив. *Капиталовият пазар в България – състояние и перспективи*, доклад представен на кръгла маса “Публични политики във финансовия сектор”, организирана от Института за икономика и международни отношения, София, 18 октомври 2004.

Център за икономическо развитие. *Икономиката на България, тримесечни доклади*, 2002 – 2004.

Bakker, M., A. Gross. Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries. *World Bank Working Paper No.28*, February 2004.

Bortolotti, B., Jong, F., Nicodano, G., Schindele, I. Privatization and Stock Market Liquidity. *CEPR Discussion Paper No. 4449*, June 2004.

Bures, J. The Czech Capital Market and the Single European Capital Market. *Europeum Economic and Social Programme Analysis*, September 2004.

Claessens, S. *The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries*. Corporation of London, London, 2003.

European Commission. *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council*, 1985.

European Commission. *Risk Capital Action Plan*, 1998.

European Commission. *Financial Services Action Plan*, 1999.

European Commission. *Giovannini Group Final Report*, 2003.

Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research. Working Paper 10766*, September 2004.