

ОСНОВНИ ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ПРЕДПОСТАВКИ ЗА АКТИВИЗИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В БЪЛГАРИЯ

Банките и фондовите борси са основните институции, които могат да окажат влияние върху активизирането на инвестициите. Търговските банки са призвани да акумулират свободните парични средства на нефинансовите предприятия, населението и държавата и да ги инвестират с цел получаване на печалба. Фондовите борси са пазарът, на който юридическите и физическите лица предлагат своите свободни парични средства и търгуват с притежаваните от тях ценни книжа също в крайна сметка със цел извличане на печалба. И банките, и фондовите борси са финансовите посредници между тези, които предлагат, и тези, които търсят капитали. Ето защо в тази студия ще се опитаме да отговорим на въпроса дали действащата в момента банкова система и фондова борса създават предпоставки за активизиране на инвестициите в България.

При анализа на банковата система като институция за активизиране на инвестициите в студията се акцентира върху следните въпроси: 1) прави се оценка на състоянието на банковата система и на условията за банковата дейност преди и след въвеждането на валутния съвет; 2) анализират се възможните направления за реструктуриране на банковия сектор и възможните промени в поведението на банките; 3) обсъждат се условията за кредитиране на реалния сектор; 4) обосновава се връзката между състоянието на икономиката и поведението на банките от гледна точка на възможни промени в това поведение. **При анализа на фондовата борса** като институция, позволяваща приток на свободен паричен ресурс към предприятията, акцентът е върху очертаването на основните функции и предпоставки за възникването на фондовия пазар и проблемите на неговото развитие в България.

1. Състояние на банковата система

Банковата система акумулира свободни парични ресурси и ги изразходва. Ето защо всички банки приемат съответно **финансови** (т.е. как да натрупат ресурси) и **инвестиционни решения** (т.е. как да ги вложат). С финансовите си решения банките образуват собствен капитал, привличат депозити на населението и предприятията и свободни бюджетни средства и сключват заеми. С инвестиционните си решения банките влагат акумулираните ресурси в разнообразни активи: **финансови** (кредити и ценни книжа), **реални** (сгради, оборудване и терени), **ликвидни** (левове и валута) и **ликвидности** (чекове, кредитни карти, безсрочни влогове). Банките приемат своите финансови и инвестиционни решения в условията на определена

макроикономическа среда, която в крайна сметка влияе върху тяхното поведение, върху състоянието на банковата система и нейните възможности да създаде предпоставки за активизиране на инвестициите.

Условия за банковата дейност преди и след въвеждането на валутен съвет

Въвеждането на валутния съвет в България беше обусловено в значителна степен от състоянието на банковата система и провежданата от банките финансово-кредитна политика. Стабилността на валутния съвет (и като следствие финансовата стабилизация на страната) е осигурена от активите на управление "Емисионно" на БНБ (за разлика от другите страни с валутен съвет у нас той е част от централната банка). Тези активи включват не само наличните средства в чуждестранна валута и монетарното злато, но и търгуемите чуждестранни ценни книжа и вземанията по начислените лихви. За 2 години от въвеждането на съвета (вж. табл.1) активите са нараснали с 2 361 347 млн. лв. или близо с 2,4 млрд. герм. марки (т.е. с 81,5%), като повече от 2 пъти са се увеличили и наличните средства в чуждестранна валута (от 700 980 млн. лв. на 1 460 581 млн.лв.). Освен това се наблюдава двойно увеличение на обемите на търгуемите чуждестранни ценни книжа, което увеличава вземанията по начислените лихви за този период 5,6 пъти. Вземанията на банките по предоставените заеми на правителствения и неправителствения сектор значително се променят след въвеждането на валутния съвет. Ако сравним вземанията на банките през 1997г. с тези през 1998г., ще констатираме значително намаляване на вземанията от: 1) правителствения сектор (от 1 641 560 млн.лв. на 509 786 млн.лв.); 2) нефинансовите предприятия от общественния сектор (от 1 254 051 млн. лв. на 945 596 млн. лв.); 3) небанковите финансови институции (от 89 048 млн.лв. на 37 971 млн.лв.). Вземанията на банките по предоставените заеми се увеличават само от нефинансовите предприятия от частния сектор (съответно от 1 982 195 млн. лв. на 2 253 167 млн. лв.) и от населението (от 169 620 млн.лв. на 480 491 млн.лв.).¹ Тези данни показват, че като цяло строгите дисциплиниращи правила на валутния съвет реално действат в нашата икономика.

Таблица 1

Активи на управление "Емисионно" на БНБ (млн.лв)

Позиции	1.VII.97	31.XII.97.	31.XII.98	3.VII.99
Налични средства в чуждестранна валута	700 980	2 263 682	2 849 395	1 460 581
Монетарно злато	640 701	644 109	622 579	641 384
Търгуеми чуждестранни ценни книжа	1 466 409	1 495 417	1 622 264	3 012 839
Вземания по начислени лихви	11 869	8 702	16 585	66 502
Всичко активи	2 819 959	4 411 910	5 110 823	5 181 306

Източник: Информационен бюлетин на БНБ, 1998, бр.7 и 12, с.36 и Банкеръ, бр.29, с.19

Известна е аксиомата, че не може да има добър банков сектор при лоша реална икономика. Съвсем доскоро всички финансови институции и нефинансови предприятия функционираха в изключително **нестабилна макроикономическа среда**, която накратко може да се характеризира по

¹ Вж. Статистически справочник ' 1999. НСИ, София, 1999, с.97, 98.

следния начин: нестабилна национална парична единица, плаващ валутен курс, висока инфлация и високи лихвени проценти. Наистина неуспешните опити за стабилизация на макроикономическата среда се базираха върху традиционните монетарни инструменти, а именно: 1) върху либерализацията на цените, съпроводена с контрола на една тяхна част от правителството, и с висока инфлация и девалвация на лева; 2) върху ограничителната финансово-кредитна политика от страна на банките като противодействие на високата инфлация, която се изроди в налагането на толкова високи лихвени равнища по отпусканите кредити, че те неизбежно доведоха до спиране на инвестиционната дейност в предприятията от държавния сектор и създадоха неблагоприятна икономическа среда за развитието на новостартиращите легални частни нефинансови предприятия; 3) върху либералната валутна политика с плаващ валутен курс, съчета с перманентната намеса на БНБ с цел подкрепа на лева; 4) върху необоснованата фискална политика, довела до декапитализация на нефинансовите предприятия; 5) върху небалансираната бюджетна политика, съпроводена от висока вътрешна задлъжнялост чрез натрупване на бюджетен дефицит и покриване от държавата на част от дълговете на предприятията от реалния сектор и на влоговете на населението във фалиралите банки и небрежно контролирано от БНБ рефинансиране на търговските банки.

Поведението на търговските банки в условията на плаващ валутен курс, галопираща инфлация и високи лихви се обуславяше от **голямата доходност на валутните операции и ДЦК**. Лекотата, с която банките печелеха от валутните операции, като правило предизвикваше валутни кризи, а липсата на риск при закупуване на ДЦК не стимулираше банките да действат съгласно основното си предназначение - да влагат акумулираните свободни парични ресурси в доходноосни финансови активи, т.е. в кредити. Наред с това, кредитната политика на банките (изразяваща се главно в неконтролируемо раздаване на несъбираеми кредити на предприятия от публичния и частния сектор, които и без това са затънали в дългове към доставчиците и държавния бюджет) претърпя пълен провал. В резултат обаче бяха фалирани общо 19 банки и към края на 1998 г. функционират 24 български държавни и частни банки и 10 дъщерни банки и клонове на чуждестранни банки (общо 34 банкови институции).² При наличието на банкови фалити и в условията на обща криза на банковата система беше въведен **валутният съвет, който промени начина за макроикономическата стабилизация** чрез използване на нетрадиционни за пазарната икономика монетарни инструменти.

Това се изрази в следните промени. **Първо**, ограничителната финансово-кредитна политика от страна на банките, основана върху икономически лостове, беше заменена пак с ограничителна финансово-кредитна политика, но този път **основана предимно върху административни лостове**. Това е така, защото при предишните условия ограниченията в

² Те са обособени в три групи: първата група обхваща 7 основни банки със системно значение и най-голям размер на активите (те контролират 70,4% от активите на цялата банкова система); втората група включва 17 частни средни и малки банки (те управляват 19% от активите) и третата група се състои от 10 дъщерни чуждестранни банки и клонове (те държат съответно 10,6% от активите). Вж. Отчет на БНБ за 1998 г., с.82.

кредитирането на реалния сектор и недостъпността на кредита се базираха върху неговата висока цена, а при условията на валутен съвет са основани върху **повишени изисквания на банките при отпускане на кредити и стриктни критерии за техните обезпечения** (при които една малка част от потенциалните кредитоискатели могат да отговорят на тях) и същевременно при страх на банкерите от по-висока отговорност при самото отпускане на кредити при липса на кредитор от последна инстанция (когато банките имат текуща нужда от рефинансиране). По този начин банките, дори поддържайки ниските лихвени равнища (като икономически регулатор, благоприятстващ активизиране на кредитирането), пак способстват за спиране на инвестиционната дейност на нефинансовите предприятия,³ но с административни мерки, като в крайна сметка насочват своите активи не в проекти с висока рентабилност, а в проекти с добри обезпечения (при липса на ефикасен механизъм за реализация на тези обезпечения). Ето защо в условията на строги закони и административни изисквания и регулации развитието на банковия сектор се характеризира с ограничено и затруднено кредитно предлагане, стесняване на пазара на банковите услуги и преориентираност към по-ниска доходност с цел поддържане по-високо ниво на ликвидност и капиталова адекватност. **Второ**, либералната валутна политика с плаващ валутен курс (съчетана с перманентна намеса на БНБ с цел подкрепа на лева) беше отменена и вместо нея бе въведен със закон фиксираният валутен курс спрямо избраната резервна валута, а курсовете на другите валути бяха поставени в пряка зависимост от развитието на световните валутни пазари. В тези условия **банките вече не могат да си позволят дългите открити валутни позиции** и нетните приходи от курсовите разлики вече не могат да покрият даже частично загубите и да прикрият недостатъците в тяхното управление.

Банковата система след въвеждането на валутния съвет

Общият ресурс на търговските банки в края на 1998 г. е 7 549,2 млрд. лв. В сравнение с 1997 г. ресурсът не нараства, а дори незначително намалява (в края на 1997 г. той е 7 565,3 млрд. лв.⁴ и нараства 2,7 пъти в номинално изражение в сравнение с края на 1996 г.). Структурата на активите се променя в резултат от въвеждането на съвета (вж. табл. 2).

Таблица 2

Структура на активите на банковата система през 1996, 1997 и 1998г. (%)

Активи	1996г.	1997г.	1998г.
Парични средства	9,5	19,0	13,6
Вземания от нефинансови институции	38,9	22,0	26,7
Вземания от банки	23,9	29,0	31,5
ДЦК	23,7	24,0	20,2
Други финансови активи	0,5	1,0	1,9
Нефинансови активи	1,3	4,0	4,4
Други активи	2,2	1,0	1,7

Източник: Отчет на БНБ за 1997 г., с.99; Информационен бюлетин на БНБ, 1998, бр. 12, с.51.

³ Вж. Чанкова, Л. Инвестиционна политика и реструктуриране в условията на валутен съвет. - В: Икономическа политика в условията на валутен съвет. С., 1997, с.127 - 136.

⁴ Вж. Отчет на БНБ за 1997 г., с.186 и ИБ на БНБ, 1998, бр.12, с.51.

Състоянието на банковата система най-добре се характеризира с промените в показателите за увеличаване на дела на паричните средства (от 9,5% през 1996г. на 19,0% през 1997 и 13,6% през 1998г.), намаляване е дяла на кредитите, предоставяни на нефинансовите институции (съответно от 38,9% на 22,0 и 26,7%), нарастване на дела на междубанковите кредити (от 23,9% през 1996 г. на 31,5% през 1998 г.) и намаляване на дела на ДЦК в активите на банковата система (съответно от 23,7 на 20,2%). Провежданата политика от банките за ограничаване на кредитните операции (при номинален ръст с 60% през 1997г. и с 56% през 1998г.) рефлектира **отрицателно върху показателя за относителния дял на тези кредити в БВП**. Този дял спада от 67% през 1996г. до 10% през 1997 г. (при общ спад в отношението банкови активи/БВП съответно от 120% до 30%). Това съотношение се запазва и през 1998г. Съотношението между активите на търговските банки и тези на Централната банка (БНБ) е в полза на последната. Нейните активи към 31 декември 1998 г. са 8 177,7 млрд.лв.⁵ (сравни с активите на търговските банки към същата дата на сума от 7 549,2 млрд.лв.).

Като цяло обаче след въвеждането на валутния съвет банковата система беше стабилизирана и заздравена. Това се потвърждава от данните за работата на търговските банки през 1997 и 1998 г. За състоянието на банковата система може да се съди най-общо по следните показатели: 1) крайният финансов резултат (печалба или загуба); 2) общата капиталова адекватност (отношение между капиталова база и общ рисков компонент в активите); 3) адекватност на първичния капитал (отношението между първичен капитал и общ рисков компонент в активите) и 4) степента на покритие на активите (отношението между капиталова база и обща сума на активите). Данните за дейността на търговските банки преди въвеждането на валутния съвет (към 30.VI.1997) показват, че общата им капиталова адекватност е 10,24%, в т.ч. за основните банки - 7,54%, за групата от малки и средни банки - 18,53%, а за чуждестранните банки - 17,07%.⁶ **Показателят за общата капиталова адекватност на търговските банки бележи значителен ръст** за 1,5 години след въвеждането на валутния съвет (вж. табл.3): за основните банки този ръст е най-голям - 5,2 пъти, за средните и малките съответно - 1,9 пъти, за чуждестранните - 1,6 пъти, а общо за банковата система нарастването е 3,6 пъти. За правилна оценка на тази тенденция трябва да напомним, че съгласно Базелските стандарти изискването за капиталова адекватност е 8%, а в Закона за банките и Наредба No 8 е заложено изискване (което трябва да бъде постигнато до юни 1999 г.) от 12%.⁷

Таблица 3

⁵ Вж. в-к Банкеръ, бр.19, с.10

⁶ Вж. Информационен бюлетин на БНБ, 1998, бр.7, с.53.

⁷ Закон за банките - Д.В., бр.52 от 1 юли 1997г., Наредба No 8 от 15.07.1997 г. за капиталовата адекватност на банките - Д.В., бр.62 от 5 август 1997 г., попр. Д.В., бр.92 от 14 октомври 1997 г., Игнатиев, П. Банковата система през периода 1992 - 1996 г. - Информационен бюлетин на БНБ, 1997, бр. 7

Капиталови коефициенти на търговските банки към 31 декември 1997 и 1998г.
(%)

Групи банки	Обща капиталова адекватност		Адекватност на първичния капитал		Степен на покритие на активите	
	31.XII.97	31.XII.98	31.XII.97	31.XII.98	31.XII.97	31.XII.98
I група	31,41	40,80	23,07	31,72	8,16	13,24
II група	23,66	32,87	16,97	27,76	9,29	16,46
III група	18,55	25,46	16,92	20,77	8,51	11,55
Общо	28,94	37,25	21,38	29,70	8,35	13,74

Източник: Отчет на БНБ за 1997 г., с.186, Отчет на БНБ за 1998 г., с. 86

Високите стойности на показателя за капиталовата адекватност на търговските банки (значително превишаващи нормативно изискуемите) означават, че като цяло банковата дейност след въвеждането на валутния съвет е прекалено предпазлива (показателите за адекватността на първичния капитал и за степента на покритие на активите също се увеличават). Цялата банкова система отчита печалба през трите анализирани години (1996,1997 и 1998). Най-голяма (369 млрд. лв.) е тя през 1997г., което нараства 2 пъти в сравнение с печалбата на търговските банки през 1996 г. от 181 млрд. лв.⁸ През 1998 г. печалбата е на сума 146,3 млрд. лв. (вж. табл. 4) и е само 40% от тази през 1997 г.

Таблица 4

Печалба на търговските банки през 1997 и 1998г. (млрд. лв.)

	31.XII. 97	31.III. 98	30.VI.98	30.IX.98	31.XII.98
Печалба	405,6	124,1	176,3	90,7	156,6
Загуба	36,9	7,1	3,7	44,8	10,3
Краен резултат (печалба)	368,7	117,0	172,6	45,9	146,3

Източник: Информационен бюлетин на БНБ, 1998, бр.12, с.52

Съгласно приетата Наредба No 9 за оценка на рисковите експозиции на банките и за формиране на провизии за покриване на риска от загубите⁹ банките започнаха стриктно да следят за **състоянието на кредитния си портфейл**. Всички кредити се разделят на редовни, кредити под наблюдение, нередовни и съмнителни и освен това се отчитат загубите и заделените провизии (вж. табл. 5).

Таблица 5

Състояние на кредитния портфейл на търговските банки през 1997 и 1998г.

Кредити	XII'97	III'98	VI'98	XII'98
I група - Всичко (млн. лв)	2 921 023	2 852 306	3 022 179	4 243 477
Редовни (%)	78,7	80,0	82,9	86,7
Под наблюдение (%)	2,2	2,7	2,1	2,7
Нередовни (%)	1,8	1,6	2,3	2,8
Съмнителни (%)	2,3	2,1	0,4	0,3
Загуба (%)	15,0	13,5	12,3	9,6
Провизии (%)	25,8	18,1	15,4	*
II група - Всичко	488 917	629 358	699 566	914 840

⁸ Отчет на БНБ за 1996 г., с.159.

⁹ Наредба No 9 от 15 юли 1997 г. - Д.В., бр. 73 от 28 август 1997 г., попр. Д.В. бр. 92 от 14 октомври 1997 г., изм. и доп. Д.В., бр.120 от 16 декември 1997 г.

Редовни (%)	76,2	82,1	88,3	82,2
Под наблюдение (%)	13,8	9,3	6,7	8,8
Нередовни (%)	0,2	1,2	0,2	3,6
Съмнителни (%)	1,1	0,7	0,5	2,1
Загуба (%)	8,8	6,8	4,3	2,6
Провизии (%)	14,6	10,7	8,3	*
III група - Всичко (млн. лв)	395 561	416 092	397 336	787 605
Редовни (%)	83,0	83,7	83,8	90,9
Под наблюдение(%)	2,0	2,9	1,4	2,5
Нередовни (%)	11,7	9,8	10,6	5,7
Съмнителни (%)	1,5	1,6	2,4	0,2
Загуба (%)	1,8	2,0	1,8	0,7
Провизии (%)	10,1	9,6	10,3	*
Всичко (млн .лв)	3 805 501	3 897 757	4 119 081	5 945 923
Редовни (%)	78,8	80,7	83,9	86,6
Под наблюдение(%)	3,7	3,8	2,8	3,6
Нередовни(%)	2,7	2,4	2,8	1,9
Съмнителни (%)	2,0	1,8	0,6	0,6
Загуба (%)	12,9	11,2	10,0	7,3
Провизии (%)	22,7	16,0	13,7	*

Източник: Информационен бюлетин на БНБ, 1998, бр.7, с. 54 бр. 12, с. 54.

*Информацията за заделените провизии (в %) по състояние към 31.12.98. още не е публикувана.

Състоянието на кредитния портфейл значително се подобри през 1997г. в сравнение с 1996г. Например в първата група банки 53,62% от отпуснатите заеми към края на 1996г. на обща сума от 1 трлн.лв. се обслужват редовно, а към края на 1997г. при увеличение на заемите до 2,9 трлн.лв. вече 78,7% са редовни. Една година по-късно (по състояние към 31 декември 1998г.) кредитите в първата група банки се увеличават значително (с 1 322,4 млрд. лв. или с 45,3%) и като цяло се подобри тяхното обслужване, т.к. вече 86,7% от всички кредити се обслужват редовно. За този период загубите намаляват съответно от 15 на 9,6% Подобрява се състоянието и в групата на частните и на чуждестранни банки. В групата на частните банки (II група) кредитите за същия период се увеличават с 87,1% и 82,2% от тях се обслужват редовно (към 31.XII.97 този процент е 76,2%), а загубите се намаляват съответно от 8,8 на 2,6%. В групата на чуждестранните банки (III група) отпуснатите кредити се увеличават почти двойно (99,1%), процентът на редовно обслужваните се увеличава от 83,0 на 90,1, а загубите намаляват от 1,8 на 0,7%. **За цялата банкова система всички показатели за състоянието на кредитния портфейл значително се подобряват.** Кредитите към 31 декември 1998г. в сравнение със състоянието към 31 декември 1997г. се увеличават с 2 140,4 млрд.лв. (или с 56,2%), редовно обслужваните кредити нарастват от 78,8 на 86,6%, съмнителните кредити намаляват от 2,0% на 0,6%, а загубите се понижават съответно от 12,9% на 7,3%. Подобряването на състоянието на кредитния портфейл в резултат на предпазлива банкова дейност е съпроводено обаче с едновременно влошаване на показателите за печалба и това се обяснява с факта, че основната част от печалбата за 1997г. е от курсови разлики.

От казаното дотук могат да се направят следните изводи:

След въвеждането на валутния съвет банковата система като цяло е стабилизирана и заздравена, което намери израз в повишаване на капи-

таловата адекватност на банките и подобряване състоянието на техния кредитен портфейл. Въпреки рязкото падане на лихвените проценти (като икономически регулатор, благоприятстващ по-активното кредитиране на реалния сектор) банките провеждат ограничителна финансово-кредитна политика, основана предимно върху административни лостове.

2. Реструктуриране на банковия сектор

Една от мерките за преодоляването на кризата в банковия сектор и заздравяването на цялата банкова система е нейното **реструктуриране**, което намира израз преди всичко в приватизация на банките, привличане на чуждестранен банков капитал, консолидация и ликвидация на губещите банкови институции.

Структура на банковия сектор от началото на реформата

С приемане на Закона за БНБ през 1991г. и Закона за банките и кредитното дело през 1992г. беше поставено началото на реформите в банковия сектор. Тогава беше създадена двустепенна банкова система (БНБ като Централна банка и независими търговски банки).

През периода 1990 - 1993г. държавният банков сектор се характеризираше с **редица отрицателни черти**:

- 1) Силната специализация на големите банки по отрасли беше предпоставка за концентрация на кредитния риск и поставяше банките в голяма зависимост от икономическото състояние на тези отрасли. След започването на пазарните реформи отрасловото "закрепостяване" на банките се запази, като банките продължиха да насочват кредитите си към обслужваните по-рано държавни предприятия.
- 2) Наличието на голям брой държавни банки, бивши клонове на БНБ, които поради малкия си размер и недостатъчно добър мениджмънт нямаха особени перспективи за развитие.
- 3) Повечето от банките бяха декапитализирани и не можеха да изпълнят изискването за 8% капиталова адекватност, заложено в Базелските стандарти и в Закона за банките и кредитното дело.
- 4) Голям обем лоши кредити, останали от времето на централно-планираната икономика¹⁰.

През 1993г. започна **консолидация на държавните банки** и бяха създадени три консолидирани банки - ОББ, "Хеброс" и "Експрес", а през 1995г. бяха консолидирани и банки около Биохим. По този начин броят на държавните банки от 70 през 1991г. беше сведен до 11 през 1995г. и 7 през 1998г. Едновременно с консолидацията се развиваше и противоположна тенденция - **лицензиране на нови частни банки**: от 2 банки през 1990г. до 26 през 1995г., от които през 1998г. останаха 18. Относителният дял на активите на частните банки в банковата система до 1995г. непрекъснато се увеличаваше: до 1995 г.: от 3,1% през 1991г. до 6,4% през 1993, 15,6% - през

¹⁰ По-подробно вж. Игнатиев, П. Банковата система през периода 1992 - 1996 г. - Информационен бюлетин на БНБ, 1997, бр. 7, с. 27-32.

1994 и 22,4% - през 1995г. През 1996 г. този дял падна на 9%, през 1997 се увеличи на 16,6%, а през 1998 стана 19%.¹¹ Това способстваше за увеличаване на конкуренцията в банковия сектор, най-вече в областта на кредитния пазар, валутната търговия и платежното посредничество. Освен това, повечето частни банки бяха тясно свързани със своите акционери, които от своя страна бяха икономически свързани с определени държавни и частни фирми и физически лица. Този факт доведе до бързо увеличаване на големите кредити, а впоследствие и на относителния дял **на лошите кредити в частните банки**, което на свой ред беше основната причина за влошаване на финансовото им състояние и нарастване на недоверието на вложителите към тях.

Друга важна особеност на нашата банкова система е **разделението на търговските банки на ресурсни и кредитиращи**. Ясно се разграничават два вида банки - ресурсни (ДСК, "Булбанк", БПБ и някои други държавни банки, опериращи с бюджетни средства), които предоставят депозити на междубанковия пазар, и кредитиращи - практически всички останали банки, които привличат средства от междубанковия паричен пазар и отпускат кредити на реалния сектор. Това разделение е нерационално, тъй като води до концентрация на кредитния риск и до неразумно използване на привлечените средства - кредитният ресурс минава през няколко посредника, което го прави по-скъп за кредитополучателите. Досега най-големи печалби отчитат ДСК, "Булбанк" и БПБ, които постоянно разполагат с излишни парични средства и ги пласират на междубанковия пазар. Същевременно повечето от кредитиращите банки отчитат значителни финансови загуби. Това означава, че в **банковия сектор липсва традиционното банково структуриране и специализация на отделните банки в различни сегменти на пазара на банковите услуги**.

Засега основните услуги са приемане на депозити и отпускане на краткосрочни кредити, платежно посредничество в и извън страната и валутна търговия. Ето защо решенията могат да се търсят **чрез привличане на чужди инвеститори в банковия сектор**, които да внесат ноу-хау и модерни банкови технологии. Важно е също така привеждането на нашето законодателство в съответствие с европейското, според което банките, оцеляващи със своите действия клиентите, могат да бъдат санкционирани.

Възможни направления за реструктуриране на банковия сектор

Дали може да се говори за някоя **оптимална структура на банковия сектор**? В литературата има предложения за това. Например съществува мнение, че оптималната структура на банковия пазар у нас е тази, при която от 3 до 5 големи универсални банки (държавни или приватизирани) да владеят 70% от пазара (особено банкирането на дребно), докато останалите 30% да са разпределени между специализирани частни банки и клонове на чуждестранни банки.¹² Общо е мнението обаче, че **основното направление**

¹¹ Отчет на БНБ за 1998 г., с.83.

¹² Вж. Игнатиев, П. Цит.съч.

за реструктуриране трябва да бъде приватизацията на държавните банки.

Преди да пристъпим към по-детайлно обсъждане на приватизацията, ще посочим основните **направления в специализацията на банките**, които съществуват понастоящем в страните с развита банкова система. Например в САЩ всички банки се разделят според мащабите на банковата активност и влиянието им върху икономическата политика на влогови, инвестиционни и кредитиращи.¹³

Банковата активност **на влоговите банки** се ограничава само със събирането на безсрочни и срочни депозити. Те нямат право да набират клиенти със срок, повече от две години, се занимават главно с краткосрочни кредитни операции.

Инвестиционните банки са насочени почти изцяло към формирането и управлението на портфейли от ценни книжа и по този начин участват в управлението на съществуващите или новите производства и дейности от реалния сектор. Те изобщо не набират краткосрочни влогове. Тези банки инвестират в дейности, от които притежават пакети от ценни книжа, набират клиенти със срок не по-малък от две години. Съответно доходността на тези влогове ще зависи изцяло от доходността на притежаваните от инвестиционните банки пакети от ценни книжа.

Кредитните банки приемат само влогове със срок, повече от две години и съответно отпускат кредити за срок, по-голям от две години. Това са най-стабилните и реномирани банки.

По този начин **специализацията на банките** не по отрасли на реалната икономика (както беше и е досега у нас), а **по вида на банковата активност е едно от възможните направления за реструктуриране на банковия сектор**. От гледна точка на така разбираната специализация, всички наши търговски банки могат да бъдат отнесени към влоговите банки, защото влоговият им ресурс е главно краткосрочен и съответно кредитите също са краткосрочни. Друго възможно направление за реструктуриране е **консолидирането** на съществуващите 7 държавни банки или изграждане на **консорциуми** между тях.

Основно направление за реструктуриране на банковия сектор е приватизацията. Въпросът дали си струва или не България да остане без държавен банков сектор обаче не е риторичен. Държавни банкови институции съществуват и в страните с развита пазарна икономика. Основното предназначение на държавните кредитни институции е не да носят печалба, а да оказват **целенасочено въздействие** за изпълнение (както от страна на държавни, така и от частни предприятия) на определени структурни, регионални и социални програми на правителството, които имат важно национално значение.¹⁴ Във връзка с това правителството учреди Насърчителна банка (всъщност това възражда идеята за Държавна банка за

¹³ Stigum, M. The Money Market. Homewood, Illinois, 1983; Адамов, В., Р.Лилова. Финансиране на фирмата чрез капиталовите пазари. Свищов, 1992.

¹⁴ Подробен анализ на държавното участие в банковата система в страните с развита пазарна икономика и у нас вж. в Крайнинска, И. Развитие на парично-кредитните институции и инструменти за въздействие на държавното участие в предприятията на България. - Икономически изследвания, Година VII, 1998, кн.1, с.194-223.

инвестиции и развитие, която така и не беше създадена). Предполага се, че тази банка ще събира евтин кредитен ресурс главно от чужбина и ще предоставя гарантирани от държавата дългосрочни и нисколихвени кредити не само за развитието на малкия и средния бизнес, но и за цялата икономика. Бъдещето ще покаже дали създаването на още една държавна банка без изяснена държавна стратегия за конкурентоспособен държавен банков сектор ще реши проблема за задоволяване на специфичните държавни финансови потребности. **Тази банка всъщност трябва да провежда определена държавна политика** и да не функционира с цел извличане на максимална печалба.

По-важен във връзка с приватизацията на държавните банки обаче е един друг въпрос - дали тази приватизация ще оздрави банковата система като цяло. И **в случая на приватизацията на държавния банков сектор надеждите отново се възлагат на чуждестранния капитал**. Причината за това се крие в доста ограничените възможности на местните физически и юридически лица да закупят държавни банки в разумни срокове и на приемлива за правителството (а защо не и за обществото) цена. Засега със сигурност може да се констатира само извършената приватизация на Обединена българска банка (ОББ) и Българска пощенска банка (БПБ).

Трябва да отбележим, че **липсата на държавни банки не означава невъзможност на правителството да провежда своята финансово-кредитна политика**. Например в САЩ държавата разрешава на банките да провеждат самостоятелна кредитна политика само в някои специални случаи. Това се отнася за случаите на използване на гъвкавите скonto проценти в отношенията с определени клиенти на банките. Беше премахната и забраната за установяване на строго определени лихвени проценти по депозитите на населението.¹⁵ Това е свързано с **държавната политика на застраховането** на депозитите на населението във връзка с възможния банкрут на банки. Сега всички банки могат да провеждат самостоятелна лихвена политика само по отношение на депозитните вноски и по този начин да привличат депозити в своите банки. Освен това вече отслабват и ограниченията според Закона на Мак Фадден, съгласно който банките имат право да изграждат своите филиали само в един щат на страната. В такива развити държави като САЩ, Япония и Великобритания дълги години съществуваша строги забрани банките, които се занимават с кредитирането на реалния сектор, да извършват едновременно и операции по подписка и размяна на ценни книжа. Сега тези забрани отпаднаха и почти всички банкови операции могат да се извършват от един-на банкова институция, която да съвместява в себе си предишните самостоятелни търговски и инвестиционни банки, брокерски къщи и застрахователни компании.

Наблюдаваната частична дерегулация в банковия сектор на развитите страни логично ни подвежда към търсене на отговор на въпроса за **баланса между пълната регулация на банковата дейност от страна на държавата и степента на нейната дерегулация**.

¹⁵Bryan, L. The credit boom in financial system. - Harvard Bus. Rev., 1987, N 1; Economic Report of the President. Wash., 1986;

Кризата в банковия сектор не се изчерпва само със замразяване от страна на банките на кредитирането (особено дългосрочното инвестиционно кредитиране) на реалния сектор, а има по-широка основа¹⁶ и изисква съответно по-всеобхватни мерки от страна на държавата и самите банки. Едва ли някой обаче ще отрече ролята на т.нар. "лоши кредити" в развитието на банковата криза. С приемането от парламента на Закона за информация за необслужваните кредити тази информация престана да бъде банкова тайна и стана общодостъпна. Вече може да се каже, че от чисто банков проблем въпросът за уреждане на лошите кредити по няколко начина (в т.ч. и с помощта на съдебната система) се превърна в общодържавен, което създава предпоставки за неговото решаване от гледна точка на връщането поне на част от тези кредити на банките, което несъмнено ще окаже своето влияние при излизането им от кризата.

Във връзка с реструктурирането на банковия сектор в България, можем да обобщим, че у нас той все още е предимно държавен. В него липсва традиционното банково структуриране. Главните направления за реструктуриране на банковия сектор са приватизацията на търговските банки и тяхната специализация. Евентуалната липса на държавни банки обаче не означава, че държавата трябва да се откаже от провеждането на своята финансово-кредитна политика.

3. Възможни промени в поведението на банките

Надеждата е, че в условията на валутен съвет банките, ако не искат да се превърнат просто в спестовни каси, ще са **икономически принудени да се насочат именно към провеждане на ефективна кредитна политика**. Тъй като банките вече са лишени от възможността да печелят от валутните операции, а доходността на ДЦК е много ниска, за тях остава почти единствена алтернатива да печелят, като предоставят кредити на нефинансови предприятия от публичния и частен сектор. Другата възможност да печелят е предоставянето на свободния им ресурс на чуждестранни финансови институции (в т. ч. и чрез износ на капитали в чужбина). Що се касае възможността банките да печелят от междубанковия пазар, тя е много ограничена поради високата ликвидност на банковата система като цяло.

Условия за кредитиране на реалния сектор

Въпреки ниските лихвени проценти, които би трябвало да стимулират стопанските обекти да търсят банковски кредити, проблемът за разширяването на кредитирането на реалния сектор (особено дългосрочното) е много сериозен. Решението на този проблем обаче е свързано не само с ликвидирането на натрупаната задлъжнялост на нефинансовите предприятия и подобряването на финансовото им състояние, но и със съществуващите **законови ограничения относно предоставянето на кредити** в приетия през 1997г. Закон за банките¹⁷.

¹⁶ Вж. Chankova, L. The Structure of Capital Accumulation in Bulgaria: Trends, Problems and Prospects. - Economic Thought, Year X, 1995, p.16 - 29.

¹⁷ Закон за банките. - Държавен вестник, бр. 52 от 1 юли 1997г.

Съгласно чл.1, ал.1 на този закон банките използват привлечените парични средства за предоставяне на кредити и за инвестиции за своя сметка и на свой собствен риск. С цел намаляването на този риск законът предвижда някои ограничения и отговорности, като преди всичко въвежда понятието за "голям кредит". Според чл. 29 за "голям" се смята кредит, надхвърлящ 10% от собствения капитал на банката, и неговият размер не може да надвишава 25% от този капитал. Когато исканият кредит надхвърли 10%, той може да бъде даден на едно или на няколко икономически свързани лица само с решение на управителния съвет (или съвета на директорите на банката). А когато кредитът превишава 15% , тогава неговото отпускане може да стане само с пълно единодушие на членовете на съвета. Освен това е поставено и общо ограничение за размера на предоставените големи кредити - общо те не могат да надхвърлят 8 пъти собствения капитал на банката. Съществуват обаче и някои изключения от тези общи правила. Те се отнасят за случаите, когато кредитът е обезпечен със залог от злато или с блокиран при банката депозит в конвертируема чуждестранна валута или в национална валута при условие, че по всяко време стойността в левове с 25% надхвърля дължимата сума по кредита (остава неясно само защо едно или друго нефинансово предприятие ще поиска банков кредит, ако разполага с равностойна сума във валута или с 25 % по-голяма сума в левове?). Другият случай на изключение визира кредит, отпуснат на държавата или гарантиран от нея.

Много строги са и **правилата за кредитната дейност**, които банките са длъжни да приемат (като същевременно предоставят информация за тях на централната банка). Задължителните атрибути на тези правила трябва да съдържат следното: 1) изискваната информация от кредитоискателя; 2) начини за оценка на неговата кредитоспособност и на поръчителите му (гаранти); 3) начини за оценка на предлаганите обезпечения; 4) начини за оценяване на ефективността на предлагания за кредитиране проект; 5) ред за приемане на решение за отпускане на кредит в зависимост от вида му; 6) ред за ползване и издължаване на кредита; 7) ред за контрол върху ползването на кредита, върху текущото финансово състояние на кредитополучателя, както и на неговите поръчители и контрол върху достатъчността на предлаганото обезпечение на кредита; 8) видове отпуснати от банката кредити и използваните други санкции и начини на тяхното прилагане.

Освен това в отделни членове (чл. 42, 43 и 44) са формулирани и правата на банката при положение, че кредитът не се издължава до падежа. Тогава банката има право да получи изпълнителен лист по извлечение от сметката и да продаде на търг заложената вещ. Съответно банката има право на законна ипотека върху недвижимите имоти, придобити чрез ползване на банков кредит. Банката има право да поиска всякакви документи от кредитополучателя и да направи проверка за целевото използване на предоставените кредити и дори за условията на съхраняване и качеството на стоките, за които са използвани те.

Свеждането на цялата кредитна дейност на банките само към един вид банкиране, а именно към обезпеченото кредитиране (например искането на банките стойността на ипотека да бъде дори 200% от искания кредит) е, общо взето, **уникално за банковото законодателство** и е в

разрез с банковата практика на страните с развита пазарна икономика, в които банките предпочитат да вложат кредитните си ресурси в печеливши проекти, като преценяват, че печалбата от тях е достатъчна за погасяване на получения кредит. Изобщо предпазливото банкиране допуска необезпеченото кредитиране. **В банковата практика у нас по този начин необосновано се свива кредитният пазар на банките**, тъй като много малко потенциални кредитополучатели могат да отговорят на изискванията за обезпечение особено на големите кредити (а инвестиционните кредити са предимно такива).

Освен това с Наредба No 8 за капиталовата адекватност¹⁸ е въведено изискване банките да разполагат по всяко време със собствения капитал (капиталова база), т.е. да го държат в наличност в размер, не по-малък от 10 млрд. лв. Банковите мениджъри и специалисти с пълно основание смята това изискване за прекалено рестриктивно по своя характер. По този начин собственият капитал на банките ще служи само за подsigуряване на тяхната ликвидност в качеството си на първичен резерв и няма да носи никаква доходност. Тъй като собственият капитал, който е най-надеждният източник на ресурси, трябва да остане според новите регулации непокътнат, **банките могат да инвестират само привлечения капитал**. Наблюдаваното в последно време нарастване на депозитите в банките показва не само укрепването на доверието на вложителите в банковата система, но и неразвитостта на алтернативния финансов пазар като фондовата борса.

Въпреки тези тежки както за банките, така и за нефинансовите предприятия-кредитополучатели правила, Мисията на МВФ констатира известно раздвижване на кредита за селското стопанство, хранително-вкусовата промишленост и потребителските кредити за населението. Това обаче не сменя въпросите относно **правилността на избора от държавата подход за пълно регулиране на кредитно-финансовата дейност на банките**.

Всъщност банките не са създадени само за да кредитират краткотрайните активи (оборотните средства) и инвестиции на нефинансовите предприятия. Съгласно закона те могат да извършват и множество други търговски сделки и в тяхното прилагане банките трябва да направят решителна крачка напред и по този начин **да разширят обхвата на своите услуги и съответно на своите доходи**. Всичко това ще се отрази безусловно положително върху тяхната платежеспособност и състоятелност и може да бъде отнесено към мерките за заздравяване на банковия сектор. Става дума за следните сделки: 1) покупка на менителници и записи на заповеди; 2) сделки с чуждестранни средства за плащане и с благородни метали; 3) приемане на депозит не само на пари, но и на ценности; 4) сделки с ценни книжа, тяхното съхранение и управление; 5) гаранционни сделки; 6) операции по безкасови плащания и клиринг на чекови сметки на други лица; 7) управление на инвестиционни фондове; 8) факторинг, т.е. покупка на вземания по доставка на стоки или предоставяне на услуги с поемане на риска от събирания на тези вземания; 9) финансов лизинг; 10) издаване и управление на банкови карти; 11) сделки със финансови фючърси и опции,

¹⁸ Държавен вестник, бр.62 от 5 август 1997г., попр. Д.В., бр.92 от 14 октомври 1997г.

както и свързани с валутни курсове и лихвени проценти; 2) предоставяне на банкови касетки; 13) придобиване и управление на дялови участия в търговски дружества; 14) различни видове консултантски услуги като например консултации на дружества по въпроси за капиталовата им структура, промишлена стратегия, преобразуване на дружества и сделки по придобиване на предприятия и дялове, портфейлни инвестиции и други разрешени от БНБ сделки. Трябва да отбележим, че някои банки вече започват работа в това направление. Например Булбанк АД и ЖЗК "Феникс" АД още през 1996 г. образуваха финансова компания "Евро-финанс АД", която извършва много от посочените сделки и услуги, а именно: търговия с акции, сделки с ДЦК и валута, поемане и пласмент на емисии ценни книжа, факторинг и документарни операции, обслужване на чекове и кредитни карти, инвестиционно консултиране и накрая доверително управление на активи, приватизационни фондове и инвестиционни дружества.

По такъв начин известна непоследователност в Закона за банките, в който пълната регулация в кредитната дейност съжителства с пълна либерализация на другите банкови услуги дава шанс може би именно на чуждите инвеститори чрез техния опит за целия спектър от банкови дейности да допринесат за по-бърз изход от кризата в банковия сектор на България.

Връзка между поведението на банките и състоянието на икономиката

Обстоятелството, че банките провеждат въздържана кредитна политика не е някакъв каприз. И работата е не само в това, че банките са притиснати да се въздържат от разширяване на кредитирането с прекалено рестриктивни регулации¹⁹. Отчитайки и такава специфична причина като нежеланието за поемане на риск от неудачен кредит в условията на предстоящата приватизация, необходимо е да констатираме и **съществуването на обективни причини за точно определено поведение на банките. Това поведение зависи преди всичко от състоянието на икономиката на страната**, а по-точно от фазата, в която се намира тя, което от своя страна предопределя и съответното поведение на кредитоискателите. Очевидно е, че връзката между кредитирането като процес и фазата на цикъла, в която се намира икономиката на страната, е съвсем пряка²⁰. Общо взето всяка икономика може по принцип да преминава през следните фази на бизнесцикъла: фазата на рецесия, фазата на

¹⁹ Например ако банките заменят провизиран кредит с акции (или дялово участие) в кредитираното нефинансово предприятие, като придобият повече от 10%, тогава със същата сума ще се увеличат и рисковите експозиции на банката, ще се намали собственият капитал на банката и ще се влошат показателите за капиталовата адекватност. Перспективите на банките да продадат изгодно придобитата собственост също не са големи, ето защо те предпочитат да отделят все повече провизии за несъбираемите кредити вместо да рискуват да намалят капиталовата си адекватност. Прецизен анализ на банковите регулации и отражението им върху поведението на банките вж. в студията на Крайнинска, И. Функционирането на търговските банки в условията на валутен съвет. - В: Икономиката на България до 2000 година, ИИ на БАН, 1998.

²⁰ Общите въпроси за връзката между кредитиране и бизнесцикъла са разработени в Джонсън, Ф., Р. Джонсън. Цит. съч., с.192-196.

оживление, фазата на инфлация (когато тя изпреварва потенциала за икономическия растеж) и фазата на хиперинфлация.

Във фазата на хиперинфлация се прилага рестриктивна парично-кредитна политика, която налага ограничения върху нарастването на банковите резерви изобщо. Поставят се ограничения върху кредитирането чрез прилагане на високи лихвени равнища. В реалния сектор производството се свива, появяват се големи трудности дори за финансиране на потребности от оборотен капитал, което намалява възможностите за обслужване на кредитите, плащанията към банките се просрочват, налагат се значителни редукиции на вземанията поради високата инфлация. Основната нужда на банките в тази фаза е привличането на клиенти с нормална производствена дейност, което е много трудно, ето защо банките обикновено проявяват във фазата на хиперинфлация предпазливост и избирателност при отпускането на нови кредити. Например банките не одобряват кредити за чисто финансови дейности (като придобиване и покупка на собствени акции), за спекулации, показват по-малка гъвкавост по отношение на гратисния период или изобщо го премахват. Тук става дума за “нормално” поведение на банките в условията на хиперинфлация.

Нашите банки обаче не проявиха в тези условия подобна предпазливост и тяхното поведение по скоро приличаше на **поведение в условията на бум**, при който инфлацията вече преминава от фазата на хиперинфлация във фазата на пълзяща инфлация (но когато нейният темп изпреварва потенциала за икономическия растеж). В реалния сектор в тази фаза е силно затруднено акумулирането на собствени финансови ресурси поради липса на растеж, производителността е ниска и се използват нископродуктивни производствени мощности, поръчките не се реализират и нарастват запасите от непродадена продукция. Поради високите цени, останали от фазата на хиперинфлацията, е много голяма цената за възстановяване на вече амортизираните мощности, трупат се запаси от суровини и материали в очакване на бъдещо разрастване на производството и възниква прекомерна финансова задлъжнялост. В реалния сектор се осъществява преориентация от дългосрочно към краткосрочно кредитиране, ликвидността е ниска и кредитоискателите от реалния сектор трудно се справят със ситуацията. В тези условия банките проявяват прекалено голяма щедрост, те изгубват представа за добър кредит и обемите на кредитите нарастват срещу нарастване на паричните потоци. При събирането на вземанията се проявява висока степен на зависимост от увеличените парични потоци и отпускането на краткосрочни кредити все повече нараства. Банките в тези условия действат като заместители на капиталовия пазар (дори при наличието на действаща фондова борса). Обаче по-предвидливите банки действат предпазливо, като насочват своите активи в нискорискови експозиции (като държавни съкровищни бонове) и намаляват най-рисковите експозиции - дълго-срочните кредити. Всичко това се случи и в нашия банков сектор.

Следващата фаза е тази на рецесията. В реалния сектор в тази фаза се извършва ликвидация на предприятията с големи натрупани дългове (у нас това все още не е извършено). Поради спиране на поръчките задлъжнялостта на останалите предприятия нараства и се ограничава

заемането на средствата от банките. Предприятията в тази фаза би трябвало да разработват програми за ограничаване на разходите и за оздравяване. Банките от своя страна възстановяват своята ликвидност. Наличието на свръхликвидност довежда до това, че банките започват борба за пазарните дялове и за привличането на клиенти. Те са много предпазливи по отношение на отпускането на кредити и изискват големи и сигурни обезпечения. Всъщност поведението на нашите търговски банки понастоящем е закономерно поведение във фазата на рецесия, тъй като засега има само някакви наченки на оживление.

И накрая идва фазата на оживлението. Тази фаза обикновено започва с увеличаване на потреблението. В тази фаза предприятията от реалния сектор увеличават своята производителност и приходи, възстановяват стоковете си запаси, увеличават продажбите и започват да определят бъдещите си потребности от финансиране с цел реконструкция и модернизация. Разширяването на деловата активност в тази фаза обикновено е съпроводено от въвеждане на иновации в областта на оборудването и технологиите. Активизират се и пазарите на търговски ценни книжа. В условията на оживление банките увеличават кредитната си дейност по финансиране на реалния сектор при наличието на банкова свръхликвидност. Поради увеличеното търсене на кредити лихвените проценти започват постепенно да нарастват. Банките започват да използват пълен набор от банковите услуги и по този начин увеличават своята рентабилност.

Очевидно е, че познанията за тенденциите и продължителността на икономическите процеси имат определящо значение за правилната оценка на поведението на банките и нефинансовите предприятия. Не може да се изисква от банките да променят своето поведение на характерно например за фазата на оживление, ако икономиката на страната е в рецесия или във фазата на хиперинфлация.

Изводи

Липсата на баланс между регулирането и дерегулирането на банковия сектор, изразяваща се в прекалената регулация на банковата дейност в България чрез строги изисквания за отпускане на кредитите на реалния сектор и тяхното свеждане предимно към обезпечено кредитиране необосновано свива кредитния пазар на банките, тъй като много малко потенциални кредитополучатели могат да отговорят на изискванията за обезпечение особено на дългосрочните инвестиционни кредити. Проведеният анализ на състоянието на банковата система показва наличието на несъответствие между очакваните от обществото промени за разширяване на кредитната дейност от страна на банките и възможностите на реалния сектор поради ниската му делова активност. Следователно от страна на банките може да се говори само за потенциални институционални предпоставки за активизиране на инвестициите, които ще се превърнат в действителни условия само с преминаване на нашата икономика във фазата на трайно оживление, защото поведението на банките и кредитоискателите

от реалния сектор се намира в пряка зависимост от фазата на бизнесцикъла, в която се намира икономиката на страната.

4. Фондовата борса - състояние и проблеми

Инвестиционната дейност в областта на покупко-продажбата на ценни книжа се осъществява на фондовата борса. Пазарът на ценни книжа е задължителен елемент на цялата икономическа инфраструктура на пазарната икономика и фондовата борса е институцията, която може да способства за създаване на условия за активизиране на инвестиционната дейност. Чрез фондовата борса може по най-бърз начин да бъде осигурен свеж паричен ресурс за развитието на икономиката за разлика от тежката процедура по осигуряване на такъв ресурс чрез банкови кредити. В западната литература по въпросите за прехода на страните от Централна и Източна Европа към пазарна икономика, дори може да се срещне мнение за целесъобразността от разработване на мерки по стимулиране на пренасочване на финансирането от банковите кредити към финансиране чрез различни типове ценни книжа или към самофинансиране поради неизбежни проблеми в банковата система в преходния период²¹. Именно фондовата борса е призвана да мобилизира и насочва свободния национален капитал в съответствие с неговото търсене и предлагане и да привлича портфейлни чуждестранни инвеститори, като прави процесът на инвестиране достъпен и прозрачен.

Основни функции на фондовата борса и предпоставки за нейното развитие.

Най-важните функции, които изпълняват фондовите борси, могат да бъдат обобщени по следния начин. **Първо**, чрез фондовата борса нефинансовите предприятия имат възможност да наберат собствен капитал (чрез продажба на акции) и привлечен капитал (чрез продажба на облигации). Облигациите като правило са по-изгодни за заемателите от банковите кредити. **Второ**, фондовият пазар обикновено насочва капиталите към най-рентабилните предприятия. Ако едно или друго публично търговско дружество произвежда и продава изгодно своите продукти, това дружество непременно ще получи съответната оценка на фондовата борса чрез повишаване на цените на неговите акции и пазарната му капитализация ще се увеличи. Оценката на фондовата борса е най-сигурната оценка за дейността на предприятието от страна на пазарните агенти. **Трето**, фондовият пазар дава възможност на местните инвеститори да набират капитали и в крайна сметка да участват в икономическото развитие на страната. Активизирането на местните инвеститори и шансът за участие дори на най-дребните от тях имат голямо значение от гледна точка на алтернативите за инвестиране. **Четвърто**, фондовият пазар позволява да бъдат привлечени за развитието на икономиката както капиталите, така и

²¹ McKinnon, R. The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy. Baltimore, 1991; Banks and Capital Markets in Former Centrally Planned Countries: their Role in Establishing a Market Economy. - Journal of Banking & Finance, 1993, vol.17, No 5.

ноу-хауто на портфейлните чуждестранни инвеститори. Специалистите отбелязват, че понякога експертната оценка на чуждестранните инвеститори и тяхното решение да закупят акции на фондовата борса са по-важни от самите инвестиции. Като правило международните портфейлни инвеститори имат много добра представа каква информация да искат, как да оценят нейната достоверност и от този опит могат да се възползват и да извлекат изгода за себе си в бъдеще и местните инвеститори, което ще заздравя техните позиции на пазара²². Обаче за да може пазарът на ценни книжа да изпълни своето основно предназначение, **икономиката на страната трябва да бъде готова за подобен начин на финансиране**. Ето защо е добре да се спрем върху предпоставките за развитие на фондовите борси изобщо. Тези предпоставки биха могли да бъдат разделени на две групи.

Към първата група се отнасят предпоставките от по-общ характер, имащи отношение към макроикономическите условия в страната за развитието на бизнеса като цяло. Става дума например за наличието на политическа стабилност и оживление в икономиката, за защитата на интересите на всички нови собственици (както местни, така и чуждестранни), за стимулираща закупуването на акции данъчна политика, особено в първите години от съществуването на борсата. Засега може да се каже, че от тези условия са налице само политическата стабилност, осигуряваща защитата на интересите на собствениците. Съществуват и някои първични признаци за стопанско оживление, но липсват необходимите данъчни облекчения. Например върху печалбата от дивиденди се начисляват данъци, а доходите от банковските депозити и от ДЦК не се облагат с данъци. Това е особено важно за дребния инвеститор, който предпочита да вложи средства в банкови депозити и ДЦК, вместо да купува акции.

Към втората група се отнасят по-специални предпоставки с особено значение за развитието на фондовата борса. За да може фондовата борса да започне работа, е необходимо: 1) наличие на публични дружества, които да емитират и да пускат на вторичния пазар своите акции; 2) достатъчен брой купувачи и продавачи на тези акции, които да осигурят необходимото търсене и предлагане; 3) наличие на банки, брокери и други инвестиционни посредници; 4) законова рамка, отговаряща на съвременните изисквания. Тази група от специфични предпоставки е особено важна за организирането и за развитието на фондовата борса. **Лицензиране на Българска Фондова Борса през 1997г. и правна регулация на борсовата търговия**

Новото начало на фондовата борса у нас всъщност е поставено с приемането през 1995г. на Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества²³. Важно значение има обстоятелството, че в действащия в момента Закон са отразени основните изисквания на Европейския съюз и по специално някои директиви на Съвета на министрите

²² Стар, У. Ролята на пазарите на ценни книжа - поглед от Югоизточна Азия. - В: Прозрачност на капиталовия пазар в България. С., 1997, с.49-56.

²³ Вж. Държавен вестник, бр.63 от 14 юли 1995 г., доп. Д.В., бр.68 от 9 август 1996 г., изм. Д.В., бр.85 от 8 октомври 1996 г. и Д.В., бр.52 от 1 юли 1997 г., доп. Д.В., бр.94 от 17 октомври 1997 г., изм. и доп. Д.В., бр.42 от 14 април 1998 г. и бр.52 от 8 май 1998 г., изм. Д.В. бр.127 от 31 октомври 1998 г.

на Съюза в областта на емитирането и търговията с ценни книжа²⁴. Става дума за следните директиви: 1) 82/121/ЕИО от 15.02.1982г. за периодичната информация, която трябва да бъде публикувана от емитентите, чиито ценни книжа са допуснати до официално котиране на фондова борса; 2) 85/611/ЕИО от 20.12.1985г. относно дружествата за колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа; 3) 88/627/ЕИО от 12.12.1988г. относно разкриването на дялово участие в дружество, чиито ценни книжа са приети за търговия на фондова борса; 4) 89/298/ЕИО от 17.04.1989г. относно изискванията за изготвяне, контрол и публикуване на проспект при публично предлагане на ценни книжа; 5) 89/592/ЕИО от 13.11. 1989г. относно вътрешните лица и вътрешната информация; 6) 93/22/ЕИО от 10.05.1993г. относно инвестиционните услуги в областта на ценните книжа.

През 1997г. Българската фондова борса (БФБ) - София бе лицензирана в съответствие с новия Закон като национална борсова институция. БФБ е представила в Комисията по ценните книжа и фондовите борси²⁵ необходимите документи за лиценз, които включват приетия от учредителите устав, данните за внесения капитал и неговата структура, имената и адресите на лицата, които ще управляват и представляват борсата, борсовия правилник и този на арбитражния съд и данните за техническото оборудване на борсата²⁶.

БФБ е акционерно дружество и нейните акционери и потенциални членове са 31 банки и застрахователни дружества и 28 финансово-брокерски и финансови къщи. Чуждестранните акционери на БФБ са шест: ABN Amro Bank, ING Bank, Societe Generale, National Bank of Greece, Wesserstein Perella Emerging Markets и Global Finance²⁷. БФБ има и своя страница в Интернет, тя е свързана с Reuters и Dow Jones Telerate и най-важното тя има възможност да предава информация в реално време за обемите на търгуваните ценни книжа и постигнатите котировки. Всичко това означава, че БФБ има практическа готовност за нормална работа.

Важно е, че с приемането на модерния Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества са **създадени и нормативните условия за започване на дейността по продаване и**

²⁴ Вж. Grilli, V. Europe 1992, Issues and Prospects for Financial Markets. Economic Policy, Paris, 1989.

²⁵ Вж. Правилник за устройството и дейността на Комисията по ценните книжа и фондовите борси. - Д.В., бр.122 от 19 декември 1997 г.

²⁶ Голяма техническа и методическа помощ за създаването и модернизирането на БФБ оказва Консорциум "Парижка Фондова Борса - Френски Централен Депозитар (SBF-Bourse de Paris - SICOVAM). Тази помощ в размер на 2,5 млн. френски франка е вече усвоена и френската страна има готовност да предостави още 3,7 млн. фр.франка за модерен софтуер и обучение на брокерите. БФБ е асоцииран член на Международната Федерация на Фондовите Борси (FIBV) със седалище в Париж. БФБ е сред учредителите на Федерацията на Евроазиатските Фондови Борси (FEAS), създадена по инициатива на Турция. Участието в тази федерация позволява на БФБ да активизира контактите със сродните институции с цел хармонизиране на правилата за работа най-вече на т.н. "нововъзникващи пазари". Освен това БФБ сътрудничи с Комисията по ценни книжа на САЩ, с Международната Финансова Корпорация към Световната банка, Британския "Ню-Хау" Фонд, с Американската Агенция за международното развитие (USAID) и други финансови институции.

²⁷ По-подробно вж. Папазов, В. Борсовият пазар в България през 90-те години.- Прозрачност на капиталовия пазар в България. С., 1997, с.11-16 .

закупуване на ценни книжа. Този закон урежда важните въпроси за фондовата търговия, като: 1) за правилата за емитиране на ценните книжа и начините на извършване на сделки с тях; 2) за държавния контрол относно регулирането на дейността на фондовите борси чрез Комисия по ценни книжа и фондовите борси и Централния депозитар²⁸; 3) за учредяването и дейността не само на фондовите борси, но и за организираните извънборсови пазари на ценни книжа, за инвестиционните посредници и инвестиционните дружества. В Закона са формулирани също така и изискванията към дейността на инвестиционните посредници, посочено е каква трябва да бъде информацията за емитента и предложените ценни книжа в публикувания проспект, посочени са правилата за търговия на фондовата борса и на организиран извънборсов пазар на ценни книжа, а също така и правилата за вътрешна информация и вътрешни лица. Особено място в Закона заемат правилата за дейността на инвестиционните дружества от отворен и затворен тип и начините по разкриване на дялово участие и закупуване (замяна) на акциите. Очевидно е, че няма нужда от преразказване на Закона. Ето защо ще се спрем основно върху проблемите, без разрешаването на които фондовият пазар от слаборазвит (какъвто е в момента) не може да се превърне в нормално функциониращ фондов пазар на ценни книжа, и то в такъв пазар, който **да осигурява свеж паричен ресурс за акционерните дружества** с цел те да излязат от спиралата на голямата задлъжнялост и да започнат за влагат тези ресурси в инвестиции.

Проблеми на българския фондов пазар

Понастоящем (по състояние на 30 юни 1999г.) на официалния фондов пазар са регистрирани 31 дружества, а на свободния - 847²⁹. Дружествата, които имат потенциално голяма пазарна капитализация (като например Нефтохим-Бургас, "Соди"-Девня, "Софарма"-София и др.), се търгуват на свободния пазар. Анализът показва, че с цел да започне нормална работа на борсата трябва да бъдат решени някои основни проблеми.

Първо. Един от важните проблеми понастоящем се състои в това, че **повечето сделки, осъществени чрез борсата, не са реални.** Особено това се отнася за реструктурирането на портфейлите от акции на бившите приватизационни фондове (понастоящем холдинги) Това означава, че прехвърлянето на акции от един холдинг на друг стана не чрез нормалния пазарен механизъм за цените на акции (т.е. не чрез прозрачни оферти "купува и продава"), а чрез предварително договорени сделки, наречени на жаргона на брокерите "кросови сделки", които само се регистрират на борсата и в Централния депозитар. Много често те се извършват без да са налице никакви акции или никакви реални пари. Кросовите сделки формират понастоящем около 80% от целия оборот на борсата.

²⁸ Вж. Наредба No 19 от 12 август 1996 г. за Централния депозитар за ценни книжа. - Д.В., бр.81 от 24 септември 1996 г., попр. Д.В., бр.83 от 1 октомври 1996г., изм.и доп. Д.В., бр.16 от 21 февруари 1997г., попр. Д.В., бр.20 от 7 март 1997г.

²⁹ За 1998 г. на борсата са сключени 19 530 сделки на стойност 214 млрд.лв. За първите 6 месеца на 1999 г. сделките са 10 600 за 82 млрд.лв. Вж. в-к "Сега" от 17 юли 1999 г., с.6.

Всъщност чрез кросовите сделки всеки емитент на акции с минимални разходи от своя страна **може да манипулира пазара**, като поддържа продължително време илюзията за високи цени и висок оборот на борсата, заблуждавайки по този начин потенциалните инвеститори. Най-често това става чрез прилагане на механизма за фиктивна продажба и закупуване на едни и същи акции от собственика на тези акции. При това е без значение дали "манипулацията" преследва "повишителен" или "понижителен" тренд. Емитентът или инвестиционният посредник поръчва на един свой брокер да сключи на фондовата борса фиктивна сделка по следния начин. Когато се преследва повишителен тренд, брокерът подава първоначално оферта "продава", а след това веднага оферта "купува" на същите тези акции. Операциите се извършват в обратен ред, ако интерес представлява понижителният тренд: за да поевтинят акциите, първо се пуска оферта "купува", а след това веднага оферта "продава". Тази "кросова" стратегия преследва една цел - преди всичко да заблуди дребния акционер. Например, ако при всяка подобна фиктивна покупко-продажба цените на акциите са по-ниски от цените на предходната сделка, това може да бъде знак за дребните акционери да продават своите акции. Когато тези сделки се сключат, брокерът може да се освободи от акциите, с които търгува, реализирайки печалба. А всъщност това е само "фокус" с разменените листинги за покупко-продажба. Подобни сделки нарушават **правилото за прозрачност** на търговията с ценни книжа и еднакъв достъп на всички инвеститори до пазара. Освен това при сключването на кросовите сделки има голяма опасност, че брокер, работещ за собствена сметка, ще даде приоритет на своите сделки пред тези на клиентите. Въпреки посочените негативни последици кросовите сделки в нашите условия не могат да бъдат отменени по няколко причини. Едната причина е в това, че на **борсата все още отсъстват нови финансово стабилни крайни клиенти**, а другата се обуславя от особеностите в търговията с акции от предстоящата втора вълна на масовата приватизация. Ако акциите на милиони дребни акционери не бъдат обединени в пакети, тогава всеки инвестиционен посредник би имал по няколко хиляди клиенти, които той е длъжен да обслужва индивидуално (в бъдеще при нормална работа на борсата това е неизбежно).

Но понастоящем кросовата търговия би могла да бъде регулирана. Например на официалния пазар съществува ограничение за промените в цените на акции в рамките на една борсова сесия с 5%. Подобно ограничение би могло да бъде приложено и за кросовата търговия с пакети от акции (например БАЛИП предлага граници от 10%). Друга възможност е да се предложи изискване кросовите сделки да включват пакет от акции, който да съставлява поне 1% от капитала на дружеството. И при всички случаи тези сделки да се осъществяват при наличието на реални пари по сметките на купувача. Комисията по ценните книжа и фондовите борси възнамерява да предприеме мерки по ограничаване на кросовата търговия.

Играта на фондовата борса на понижаване или повишаване, т.е. спекулациите, е нещо нормално за една работеща борса. Историята на фондовите борси познава много случаи на еуфория и загуби от спекулациите с акции на фондовата борса, особено в началото на нейната работа. Специалисти, които консултират пазарите на ценни книжа, смятат, че

борсовите спекуланти са дори един задължителен елемент на борсовата търговия. Най-важната функция на спекулантите се състои в това, че те поддържат пазара ликвиден. Освен това, когато фондовата борса започва своята работа и реалната търговия е още предпазлива, съществува възможността с малки покупки да бъдат повишени значително цените на акциите при тяхното ограничено предлагане (това се случи в началния период на работата на БФБ). Именно тогава и започват спекулациите. Цените растат стремително и спекулантите имат възможност да напуснат пазара с бързи печалби. Обаче когато на пазара излязат повече предприятия, прекалено високите цени на акциите започват да се понижават и доверието на реалните инвеститори пада. Докато ситуацията не се промени към по-добро, на сцената отново излизат спекулантите, които играят ролята на инвеститори по необходимост в очакване на увеличаване на цените. Установяването на един истински зрял пазар на ценни книжа е продължителен процес и той започва от увеличаването на доверието на реалните инвеститори на пазара. Стабилизируют се и търгуваните обеми на акции, и техните цени. Тава е най-сигурен белег и за стабилността на цялата икономика.

Второ. Другият важен проблем за развитието на фондовия пазар у нас е съвсем символичното предлагане не просто на ценни книжа, а на капиталови ценни книжа в качеството им на свеж паричен ресурс за развитието на предприятията и респективно за инвестиции. По принцип на първо място сред ценните книжа стои акцията, тъй като именно чрез акции акционерните дружества набират капитали. Акцията е едновременно и средство за спестяване на много хора по света и тяхното закупуване е предпочитана инвестиция пред влоговете в банките. **Обикновено в условията на развита пазарна икономика чрез акции свежите пари от спестителите отиват направо в предприятията, без да минават през банките.** В нашите условия пряката връзка между пазар и капитали се къса по една проста причина. Понастоящем на борсата предимно се продават държавни акции, тъй като държавата реши да приватизира своите предприятия чрез публично предлагане на борсата. По този начин обаче свежият паричен ресурс не отива в предприятията, а постъпва в **бюджета на държавата** (при продажба на акциите на държавни предприятия) или на общините (при продажба на общински предприятия). Другият вид продавани акции са акциите на бившите приватизационни фондове, чрез които по времето на първата вълна от масовата приватизация бяха приватизирани един незначителен процент от цялата държавна собственост. По този начин докато чрез борсата се осъществява приватизацията на държавната собственост на портфейлни инвеститори, **не може да се очаква, че борсата ще стане източник на свеж паричен ресурс за действащите публични дружества.** Общо взето идеята да се приватизират големите предприятия чрез привличане на портфейлни инвеститори едва ли може да бъде оценена като добра, тъй като само стратегическите инвеститори могат да гарантират стабилна работа на тези големи акционерни дружества и са в състояние да изпълнят дългосрочна инвестиционна програма. Когато мажоритарният пакет акции от тези дружества премине в ръцете на новите собственици, нуждата от допълнителен капитал на тези дружества ще бъде стимулираща сила те

да излязат на фондовата борса, което ще разкрие възможности за получаване на свежи пари вече в самите дружества.

Що се касае до другите видове ценни книжа, които могат да се търгуват на борсата (това са облигациите, правата, свързани с акции и облигации, а също така и инвестиционните договори³⁰), те засега не се предлагат на купувачите поради **липса на такива видове ценни книжа на официалния пазар**. Трябва да отбележим, че според последните промени вече е възможно да се пускат облигации на сума, 10 пъти по-голяма от капитала на съответното дружество. Всъщност понастоящем може да се отбележи само един внесен в Комисията по ценните книжа и фондовите борси проспект за емисия на облигации от ProSoft.

Освен това, фондовата борса е длъжна да приема за борсова търговия и ДЦК, които понастоящем се разпространяват само чрез банките. Излизането на ДЦК на фондовия пазар има особено значение за чуждестранните инвеститори, които като правило предпочитат да започват своите инвестиции с най-сигурните от тях.

Важна особеност на българския фондов пазар е в това, че на него могат да се предлагат публично само безналични поименни ценни книжа, за които уставът на емитента не предвижда ограничения или условия за тяхното прехвърляне. Алинея 2 към чл. 2 от Закона е допълнена през от април 1998 г. във връзка с проблема с т.н. винкулирани акции. Тези акции не могат да бъдат свободно търгувани на борсата, тъй като в уставите на много акционерни дружества бе записано, че преди всичко те трябва да бъдат предложени за закупуване на акционерите на дружеството. По принцип Търговският Закон позволява това съгласно чл.185, ал. 3.

Трето. Важен проблем на борсата е превръщането на свободния пазар на акции, за който липсват каквито и да било правила, в организиран извънборсов пазар, като първа стъпка към официалния пазар. Решаването на този проблем е свързано най-вече с превръщането на съществуващите акционерни дружества в публични дружества. Освен това все още не е решено, дали ценните книжа на тези дружества могат да се търгуват едновременно и на двата пазара - извънборсов и борсов. Би трябвало това да не се допуска. На пръв поглед няма особена разлика между двата вида пазари. И на двата пазара могат да излизат само публични дружества. Съгласно чл.83-а от Закона публичните дружества са такива, които или са издали акции при условията на публично предлагане, или акциите на които са приети за търговия на фондовата борса или организирания извънборсов пазар, или в които най-малко 50 акционери притежават поне 10% от неговия капитал в резултат на публично предлагане на акции, извършено от техния собственик. Предлаганата дефиниция до голяма степен узаконява съществуващото положение. Всъщност само приватизационните фондове (превърнати по-късно в холдинги) още от самото начало бяха публични дружества. За разлика от тези фондове, **предприятията от първата вълна**

³⁰ Според чл. 3 от Закона за ценните книжа, фондовите борси и и инвестиционните дружества на фондовата борса публично се предлагат и инвестиционните договори, които също се считат за ценни книжа. Този договор е писмен и по него инвеститорът предоставя парични средства или други имуществени права на друго лице за влягане в стопанска дейност срещу обещание за доход.

на масовата приватизация всъщност станаха публични насила, т.к. бяха просто включени в един списък, съставен от правителството. Ето защо е необходим нов закон за публичните дружества. Понастоящем, за да стане публично, предприятието-емитент или упълномощен от него инвестиционен посредник трябва да подготви прецизен проспект, който може да бъде публикуван (както и съобщението за публично предлагане) само ако Комисията по ценните книжа и инвестиционните дружества е издало писмено потвърждение. Има и някои изключения от това правило. Тези изключения се отнасят: 1) за ценни книжа, издадени или гарантирани от държавата или БНБ; 2) за ценни книжа, издадени от международни организации, на които България е член; 3) за акции, които се разпределят между акционерите при превръщане на част от печалбата в капитал без заплащане или доплащане на стойността им; 4) при превръщане на облигации в акции, ако за облигациите е бил публикуван проспект.

За всички останали ценни книжа, излизащи на борсата, трябва да бъде публикуван **проспект**, който съдържа информация както за емитента, така и за самите ценни книжа. Важно отличие на организирания извънборсов пазар се състои в това, че той се изгражда като система на неприсъществена търговия. Общо ценните книжа, за които е издаден проспект, се приемат за търговия на фондовата борса според борсовия правилник (чл.84, ал.1). За ценните книжа, които се приемат на извънборсовия пазар, в Закона е казано, че се прилагат всички основни разпоредби, валидни за борсовата търговия, освен някои от тях. Например изискването по чл.84 (1) не се прилага, което означава, че по принцип тези книжа могат да бъдат търгувани и без проспект и по свой собствен правилник, отличен от общия борсов правилник. Тъй като досега на фондовата борса излязоха предимно дружествата, приватизирани в първата вълна на масовата приватизация (дружествата са почти 1000 на брой), тези дружества засега са освободени от задължението да изготвят проспект.

Четвърто. Поради неразвитостта на фондовия пазар у нас все още няма условия за изчисляване на реален борсов индекс, който навсякъде по света е един основен показател за стопанската конюнктура. Формирането на борсовите индекси обикновено се осъществява на базата на относителното тегло, с което акциите на отделните компании участват в него. Борсовите индекси, които изчисляват всяка седмица различните агенции, понастоящем се базират на търгуваните акции на свободния пазар. Такива са например индексите "Експандия България 50" - EBI 50, "Булрейт - топ 20", "Елана", "Уорбърг" и др. Последният се изчислява от лондонската банкова институция BSE Warburg в няколко различни модификации: 1) на базата на тридесетте най-търгувани дружества BSE Sofia Wagrurg 30³¹; 2) на базата на десетте

³¹ Химко АД - Враца, Агрополихим АД - Девня, Неохим АД - Димитровград, Агробιοхим АД - Ст. Загора, Нефтохим АД - Бургас, Петрол АД - София, Полимери АД - Девня, Солвей-Соди АД - Девня, Свилоза АД - Свищов, Видахим АД - Видин, Ямболен АД - Ямбол, Ален Мак АД - Пловдив, Антибиотик АД - Разград, Биовет АД - Пещера, Фармация АД - Дупница, Софарма АД - София, Албена АД - Варна, Слънчев бряг АД - Бургас, Златни пясъци АД - Варна, Алумина АД - Шумен, ОЦК АД - Кърджали, ОЦМ АД - София, Кремиковци АД - София, Стомана АД - Перник, Варненска корабостроителница, Елкабел АД - Бургас, Балканкар Рекорд - Пловдив, Булгартабак холдинг - София, Благоевград-БТ АД, Пловдив-БТ АД

т.н. Blue-chip³² компании (Химко, Агрополихим, Нефтохим, Полимери, Солвей-Соди, Антибиотек, Златни пясъци, Кремиковци, Булгартабак холдинг, Благоевград БТ). Тези индекси се изчисляват и по следните отраслови сектори: фармация, изкуствени торове, химическа промишленост, металодобив, стоманодобив, тютюнева промишленост, туризъм и инженерингови дейности. Всички посочени индекси отбелязват спад, което е следствие на намаляване на цените на търгуваните акции на свободния пазар (например стойността на индекса Уорбърг-30 се намали за една година от 110 на 65).

Проведеният анализ показва, че икономиката на страната все още не е готова за финансиране чрез пазара за ценни книжа. Липсата на трайно оживление в икономиката, крайно недостатъчният брой на публичните дружества на официалния фондов пазар, отсъствието на финансово стабилни крайни клиенти, липсата на привлекателни със своята доходност акции, големият обем на нереални сделки, символичното предлагане на капиталови ценни книжа и използването на фондовата борса главно за раздържавяване на собствеността свидетелстват за това, че фондовата борса не изпълнява ролята на капиталов пазар, който да осигури свеж паричен ресурс на публичните дружества за целите на инвестициите. Ето защо може да се направи извод, че капиталовият пазар все още не е готов да изпълнява функциите си за активизиране на инвестициите в България.

ОСНОВНИ ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ПРЕДПОСТАВКИ ЗА АКТИВИЗИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ В БЪЛГАРИЯ

Валентина Гроздева
(Резюме)

Банките и фондовите борси са основните институции, които могат да окажат влияние върху активизирането на инвестициите в България. Настоящата студия е посветена на отговора на въпроса дали действащата в момента банкова система и фондова борса създават предпоставки за постигането на тази цел. При анализа на банковата система, като институция за активизирането на инвестициите, в студията се прави оценка на състоянието на банковата система и на условията за банковата дейност преди и след въвеждането на валутния съвет; анализират се възможни направления за реструктуриране на банковия сектор; обсъждат се условия за кредитиране на реалния сектор и се обосновава връзката между състоянието на икономиката и поведението на банките. При анализа на фондовата борса като институция, позволяваща приток на свободен паричен ресурс към предприятията, акцентът е върху очертаването на основните функции и предпоставки за възникването на фондовия пазар и проблемите на неговото развитие в България.

³² На борсите по света Blue-chips са акциите, които се издават от реномирани компании, добре известни с висококачествените си продукти и способността да плащат дивиденди. Тези акции имат нисък риск и осигуряват сигурна възвращаемост. В нашата борсова практика това название се използва доста условно.

BASIC INSTITUTIONAL PREREQUISITES FOR STIMULATION OF INVESTMENTS IN BULGARIA

Valentina Grozdeva
(Summary)

In this study banks and stock exchange have been considered as institutions which can strongly induce investments in Bulgaria. The question about real possibilities of these institutions to create prerequisites for the achievement of high level of investments has been analysed. In this connection the state of the Bulgarian bank system and the conditions of its activity before and after the introduction of the Currency Board have been estimated. The possible ways for transformation of the bank sector and the best conditions for crediting the real sector of economy have been discussed. Also the stock exchange has been considered in connection with its basic functions and problems about speeding up its development in this country.