

СТРАТЕГИЧЕСКИ ПРИОРИТЕТИ ПРЕД БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР ЗА ЗАДЪЛБОЧАВАНЕ НА ИНТЕГРАЦИЯТА МУ В ЕС

Анализирано е текущото състояние на капиталовия пазар в България предвид стратегическите приоритети за задълбочаване на интеграционните му връзки с европейските капиталови пазари. Представени са резултатите от извършен корелационен анализ на показатели за интеграция на капиталовия пазар на България към Евророната. Тези резултати показват средна степен на интеграционни зависимости. Въпреки високата степен на хармонизация на законодателната рамка и пазарните практики, на българския капиталов пазар продължават да действат редица ограничения на микроравнище и в институционален аспект.

JEL: E44; G28; F36

Увод

Актуалността на разглежданата проблематика се предопределя от предстоящото присъединяване на България към ЕПС и конвергиране на икономическите дейности. Освен това откритата процедура за приватизация на БФБ-София АД е важна стратегическа стъпка в хода на задълбочаването на интеграцията на българския капиталов пазар към европейските капиталови пазари. Това налага анализиране на текущото му състояние и оценяване на действащите ограничения пред по-нататъшните интеграционни процеси на микро- и институционално равнище.

Общите условия за напълно интегрирани финансови пазари включват наличие на интегрирани финансови инфраструктури, стриктно прилагане на нормите и изискванията за защита на конкуренцията (както и на цялостната регулативна правна рамка на капиталовите пазари) и отсъствие на ограничения пред презграничното движение на капитали като една от основополагащите свободи в рамките на ЕС наред със свободното движение на трудови ресурси, стоки и услуги.

¹ Юлия Стефанова е доктор по икономика в Институт за икономически изследвания на БАН, секция „Международна икономика“, тел. 0898549117, e-mail: stefanovajs@abv.bg.

Важна цел на изследването е да насочи към отговор на въпроса дали съществува конвергенция на капиталовия пазар на България към Евророната на базата на корелационен анализ на ценови индикатори за интеграция на фондовия, банковия и облигационния пазар с оглед постигането на стратегическите приоритети за задълбочаване на интеграционните процеси.

За осъществяването на формулираните цели в *първи раздел* е представен ситуационен анализ на капиталовия пазар в България, адаптирането му към новата регулативна рамка на капиталовите пазари в ЕС в хода на глобалната финансово-икономическа криза, както и основни проблематични фактори пред интегрирането му в ЕС. *Втори раздел* съдържа теоретични аспекти при измерване на степента на интеграция на различни сегменти от капиталовите пазари на равнище ЕС. В *трети раздел* се представят резултати от извършен корелационен анализ на ценови индикатори за интеграция на капиталовия пазар на България към Евророната и основни елементи от проведена анкета сред инвестиционни посредници на българския капиталов пазар. Накрая са очертани насоките за постигане на стратегическите цели на българския капиталов пазар за задълбочаване на интеграционните му връзки в ЕС.

1. Ситуационен анализ на капиталовия пазар в България

Съгласно доклад на Световната банка (Световна банка, 2011) българското законодателство се характеризира с висока степен на хармонизация с директивите на ЕС в областта на регулирането на капиталовите пазари. През 2012 и 2013 г. се очаква да започне процес на въвеждане на новите европейски регламенти и директиви (за късите продажби, за извънборсовите деривативи, централните контрагенти и регистрите на трансакции, директивата за лицата, управляващи алтернативни системи за търговия, и др.). Този процес ще бъде важен приоритет за българския регулативен орган в лицето на Комисията за финансов надзор, както и за пазарните участници в капиталовия пазар на страната.

Новата регулативна рамка на капиталовите пазари в ЕС обхваща всички етапи на търговията на капиталовите пазари. Тя включва търговията на регулираните и извънборсовите пазари, клиринг и сетълмент на ценни книжа, като значително разширява обхвата на финансовите инструменти, които подлежат на регулиране и оповестяване. Очаквани положителни ефекти от новата регулативна рамка на капиталовите пазари в ЕС са по линия на по-широк достъп до финансиране на български фирми в хода на по-тесната интеграция на българския капиталов пазар към тези в ЕС. Поради малкия размер на българските публични компании и инвестиционни посредници все още не се наблюдава интерес от страна на паневропейски контрагенти към тях. От тази гледна точка все още регулативната рамка за единния паспорт и за алтернативните системи за търговия има незначителни въздействия върху малкия по мащаби капиталов пазар на България.

През 2012 г. българският капиталов пазар остава ограничен по своя размер и недостатъчно развит спрямо страните от Евророната и ЦИЕ. В доклад на МВФ (IMF, 2012) се подчертава необходимостта от по-нататъшното му развитие в

България с оглед на повишаване на икономическия растеж и производителност чрез продължаване на структурните реформи. Необходимо е също да се подчертае, че докато страните от ЦИЕ (особено Унгария и Република Чехия) са в засилен процес на конвергиране към икономическата структура на ЕС, за България очакванията са различията спрямо средните показатели на ЕС да останат значителни (Институт за икономически изследвания на БАН, 2012). Съгласно последния Доклад на Световния икономически форум (WEF, 2012) България се нарежда на 62 позиция от 144 държави в света по глобален индекс на конкурентноспособност, като заема последно място по този показател сред страните от ЦИЕ. Същевременно по показател за развитие на финансовия пазар България се нарежда на 80 позиция, следвана единствено от Словения (128 позиция) от страните в ЦИЕ. Основни проблематични фактори пред конкурентноспособността и финансовото развитие на България остават високите равнища на корупция, недостатъчната ефективност на институциите и ограниченият достъп до финансиране.² За преодоляване на посочените слабости в икономическата среда на страната съгласно Стратегическата рамка на Националната програма за развитие на Република България: България 2020 (Съвет за развитие към Министерски съвет, 2012) се предлага оптимизиране на институционалния капацитет, ефективно използване на финансовите инструменти за стратиране и растеж на МСП и прилагане на политики за повишаване на конкурентноспособността в съответствие с принципите на устойчивото развитие.

През периода след началото на световната финансова криза пазарната капитализация като дял от БВП започва слабо да нараства и към 2011 г. достига до 16.13 при 15.6% през 2010 г. (БФБ-София АД, 2012), но остава много ниска спрямо страните от Евронзоната (среден показател от 41.5% за 2011 г. (ЕЦБ, 2012)). Ниската ликвидност е основен недостатък на капиталовия пазар в България. Тя се дължи на малкия обем свободно търгувани акции, както и на отлива на чуждестранни инвеститори от българския капиталов пазар в хода на финансово-икономическата криза.

През 2011 г. продължават да преобладават вторични публични предлагания, като са регистрирани пет емисии вторични публични предлагания на акции (без АДСИЦ), три емисии акции на АДСИЦ, девет емисии облигации и 13 увеличения на капитала с емисии на права. Основни причини за преобладаващите вторични предлагания продължават да бъдат високите разходи за такси и комисиони, изискванията за предоставяне на информация по Закона за пазарите на финансови инструменти и ЗППЦК, както и продължителните процедури по одобряване на проспектите.

През 2012 г. с промени в Правилника на БФБ-София АД влиза в сила нова сегментация на пазарите. От една страна, **пазар BSE**, включва следните сегменти: сегмент акции Premium (7 емисии), сегмент акции Standard (87 емисии), сегмент АДСИЦ (15 емисии); сегмент КИС (47 емисии), сегмент Компенсаторни инструменти (3 емисии), сегмент Облигации (57 емисии) и

² Във връзка с това е уместно да се цитират две изказвания на Джон К. Гълбрайт (1955): “There is small probability to create healthy capital market in a weak economy”, “Cause and effect run from the economy to the stock market: never the reverse.”

сегмент Структурирани продукти (2 емисии). От друга страна, **пазар BaSE** е предназначен за търговия на нисколиквидни емисии, които не отговарят на критериите за ликвидност и качество на корпоративното управление. На този пазар действат два сегмента: сегмент акции (236 емисии) и сегмент АДСИЦ (53 емисии).

Към второто тримесечие на 2012 г. оборътът на фондовата борса спада с над 15% спрямо същия период на 2011 г. поради продължаващата дълговата криза и пониженото доверие в капиталовия пазар, дължащо се на отнети или доброволно върнати лицензи на няколко участника на капиталовия пазар. Пазарната капитализация на борсата към 30.06.2012 г. е 9.7 млрд. лв., което е намаление с около 12.12% спрямо същия период на 2011 г., и като дял от БВП достига 12.54% (БФБ-София АД). Двата фондови индекса SOFIX и BGTR30 отбелязват спад към първо полугодие на 2012 г. поради икономическата ситуация в страната, негативните очаквания за световната икономика и дълговата криза в Еврозоната. Същевременно индексът BGREIT отчита ръст с над 12% поради относителната стабилност на цените на земеделската земя, предвид планираните приватизационни аукциони за продажба на остатъчни дялове на държавата през 2012 г. От юли 2012 г. има промяна по посока към удължаване на времетраенето на търговските сесии на БФБ-София АД с оглед на синхронизиране на условията за търговия с европейските фондови пазари.

С промените в Националния кодекс за корпоративно управление (БФБ-София АД, 2012) корпоративната практика се хармонизира с тази в останалите страни от ЕС чрез прилагане на принципа „спазвай или обяснявай“. Принципът изисква в случай на неспазване на някоя от препоръките в Кодекса дружествата да очертаят причините за това. Добрата корпоративна практика гарантира прилагане на изискванията за прозрачност, отчетност и бизнес-етика, както и гарантиране на равнопоставеност на всички акционери.

Независимо от високата степен на хармонизация на законодателната рамка и пазарните практики на равнище ЕС у нас подължават да действат редица ограничения пред ефективното функциониране на капиталовия пазар. По-конкретно на **микроравнище** това са: ниско качество на публичните компании, изразяващо се в незначителен обем свободно търгувани акции; малка капитализация; компаниите с висока капитализация са структурно и секторно определящи и представляват интерес за големи национални и чуждестранни институционални инвеститори; ниска ликвидност, която води до по-големи разходи за осъществяване на сделки с определен обем и увеличаване на ценовата волатилност. На **институционално равнище** действат такива ограничения като: липсата на изградена инфраструктура за клиринг, без която е невъзможно развитието на деривативен пазар в България; забавения процес на интегриране на Централния депозитар към европейските сетълмент инфраструктури; големите различия на българския капиталов пазар спрямо развитите европейски пазари и др. За адекватното отстраняване на тези ограничения водеща роля играят пазарните сили и стимули. Институционалните структури имат за задача да отстраняват все още действащи пречки от правен, данъчен, регулативен и друг характер, както и да извършват непрекъснат мниторинг върху капиталовия пазар и неговите

участници с оглед запазване на финансовата стабилност и недопускане на системен риск.

2. Теоретични аспекти при измерване на степен на интеграцията на капиталовите пазари

В теоретичен план интеграцията на капиталовите пазари се основава върху идеята за заместване на активите и действието на закона за единната цена (или единен лихвен процент), като свободният достъп до информация изравнява възвръщаемостта при перфектно заменяеми активи (Eijffinger, Lemmen, 2003). Пазарите на даден финансов инструмент се определят като напълно интегрирани, ако всички икономически агенти на този пазар имат равен достъп до него и се третират по еднакъв начин.

Съгласно определението за финансова интеграция на Adam et al. (2002), финансовите пазари са интегрирани при условие, че действа законът за единната цена. Това предполага конвергиране в нормите на възвръщаемост на финансовите активи, емитирани в съпоставяните страни, и генериране на идентични парични потоци. В реални икономически условия действието на закона за единната цена се ограничава поради редица фактори като: различия при изчисляване на националните фондови индекси, които не включват идентични съпоставими финансови активи; наличие на пазарни несъвършенства; правни, данъчни, оперативни и други бариери пред ефективното функциониране на капиталовите пазари (Giovannini, 2001). Все пак в средносрочен до дългосрочен план изравняването на възвръщаемостта на финансовите активи се основава на действието на закона на Валрас, т.е. ако $p=1$ (финансови) пазари са в равновесие (като валутен, паричен, облигационен, кредитен и т.н. пазари), тогава последният (фондовият) пазар не може да бъде в състояние на неравновесие.

При условия на пълна интеграция на капиталовите пазари икономическите агенти се стремят да максимизират вложенията си, като се основават върху относителната норма на очаквания доход, която е разликата между абсолютните му норми в местни и чуждестранни финансови активи. Когато относителната норма на очаквания доход е нула, на финансовия пазар настъпва равновесно състояние, известно като „международен ефект на Фишер“, което представя и условието за покрит лихвен паритет. При него настъпва равновесие между текущия и очаквания валутен курс и лихвения диференциал, като разликата между двата курса се изравнява с разликата между лихвените проценти в съпоставяните страни. Действието на покрития лихвен паритет се ограничава поради наличието на редица фактори: транзакционни разходи за осъществяване на арбитражните операции; редица правителствени ограничения (например валутен контрол, фискални ограничения и др.); различия в активите по отношение на риск и ликвидност и наличието на рискова премия и др.

В доклад, публикуван от ЕЦБ, „Измерване на финансовата интеграция в Еврозоната“ (Measuring financial integration in the Euro Area, април 2004) се определят три категории индикатори за измерване на интеграцията:

Първата включва ценови индикатори, които измерват несъответствия в цените или възвръщаемостта от активите, по страна на емитиране. При активи със сходни характеристики тези индикатори потвърждават действието на закона за единната цена. Секторната дисперсия в спредовете на лихвените проценти или диференциалите във възвръщаемостта на активите са индикатор за отсъствието на пълна интеграция. Освен това коефициентът β е измерител за скоростта на интеграция между пазарите.

Втората категория индикатори са тези, които се основават върху нова информация. При информация от регионален характер се очаква слаб ефект върху цените, докато тази от международния капиталов пазар е относително по-важна.

Трета категория индикатори се основава върху измерване ефектите върху ограниченията от страна на търсенето и предлагането на финансови активи. Тук се включват статистически измерители на инвестиции на институционалните и други инвеститори, измерващи стойностния обем на сделките им (количествени индикатори за интеграция).

Ценовите показатели измерват несъответствията в цените на активите по страна на емитирането им. При перфектна интеграция цените на активите със сходни характеристики би трябвало да бъдат повлиявани от общи фактори. Количествените показатели измерват степента, до която инвеститорите са диверсифицирали своите портфейли в международен аспект. Тези показатели допълват ценовите, като при финансово интегрирани пазари инвеститорите увеличават инвестициите си в чуждестранни активи.

В някои случаи измерителите за интеграция не могат да бъдат прилагани към всички пазари, тъй като пазарите се различават от гледна точка на тяхната структура, наличие/отсъствие на информация и др. Прилагането на закона за единната цена изисква съпоставимост в рисковите характеристики на активите. Рискът при възвръщаемостта на активите включва системна част и специфичен риск. Специфичният риск може да бъде диверсифициран, докато системният – не. Системният риск е по-слаб на паричните пазари в сравнение с пазарите на акции и корпоративни облигации.

Прилагането на индикаторите за интеграция зависи от специфичния модел за оценка на активите за коригиране на системния риск. Heston & Rouwenhorst (ЕЦБ, 2005) предлагат модел за оценка на ефектите по сектори и страна на емитиране на актива върху възвръщаемостта на книгата. При пълна интеграция голяма част от възвръщаемостта на актива зависи от сектора и в по-малка степен от страната, в която активът е котиран.

На **пазара на ДЦК** има достатъчно съпоставимост между активите, така че ценовите различия могат директно да служат като добри индикатори за интеграция. Същевременно възвръщаемостта на корпоративните облигации и акции не може да бъде директно съпоставима, тъй като трябва да се коригира за различия в системния риск. Доходността при корпоративните облигации с даден матуритет зависи от кредитното качество и рейтинг на емитента. При акциите системният риск се определя според пазарния портфейл. При интегриран пазар промените в доходността на референтния актив са добър

заместител за измерване реакцията на **цените на облигациите** между страните, ако приемем, че степента на системен риск е идентична. За тази цел се използва следната регресия:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta R_{b,t} + \varepsilon_{i,t} , \quad (1)$$

където:

ΔR_i е промяната в доходността на актив в страна i към момент t ;

ΔR_b – промяната в доходността на съпоставим референтен актив;

α_i – динамично изменящ се параметър с времето;

β_i – зависим от времето коефициент по отношение на референтния актив;

ε_i – специфично за дадена страна силно колебание на финансовите пазари.

С нарастване на интеграцията параметърът α_i клони към нула. Това се дължи на факта, че промените в доходността в дадена страна не могат да бъдат системно по-големи или по-малки от референтните книжа при условия на пълна интеграция. Със засилване на интеграцията β коефициента, сравнен с този на референтния актив, клони към единица. При нарастване на интеграцията промените в доходността би трябвало да бъдат повлияни от общи фактори и корелацията да клони към единица, като колебанията на местния пазар конвергират към тези на референтния.

При достатъчно съпоставими активи между страните специфично страновата грешка $\varepsilon_{i,t}$ трябва да намалява с повишаване на интеграцията. При пълна интеграция доходността на местните активи се влияе от общи информационни фактори и коефициентът на вариация трябва да бъде близък до единица. Той е позитивно корелиран с β -коефициента в доходността на местните активи спрямо референтния актив, както и с относителните колебания на референтния и местния облигационен пазар. Този коефициент клони към единица, когато β -коефициентът се приближава до единица и има сходство в размера на колебанията в доходността на местния и референтния актив.

Сред основните индикатори за интеграция на **пазарите на ДЦК** в Евроната се анализират:

- стандартно отклонение на доходността на правителствените ДЦК с матуритет 10 години (изчислява се от ЕЦБ);
- стандартно отклонение в доходността на ДЦК с матуритет от две и пет години (референтни ДЦК са тези на Франция) (изчислява се от ЕЦБ);
- развитие в β -коефициентите – основава се на 18-месечна регресия в промените в доходността на 10 годишни ДЦК спрямо промени в референтни ДЦК (на Германия) с матуритет също от 10 години (изчислява се на базата на модел на ЕЦБ);
- средни отклонения в β -коефициента от стойностите при напълно интегриран пазар (изчислява се на базата на модел на ЕЦБ);
- коефициент на вариация (изчислява се на базата на модел).

С въвеждането на еврото и елиминирането на валутно-курсовия риск доходността в ДЦК конвергира и се влияе от общи фактори за Еврозоната (като равнище на БВП, изменение на инфлационните очаквания и др.). Все пак местни фактори продължават да оказват въздействие, което се обяснява с различия в ликвидността и степента на развитие на дериватните пазари, които са корелирани с отделните сегменти на облигационните пазари. Освен това доходността на ДЦК в отделните държави в Еврозоната отразява различия в кредитния риск на страната-емитент.

Моделът за анализ на интеграцията на **пазарите на акции** е разработен от Харуи, (Harvey, 1997) и Фратцшер, (Fratzscher, 2001), представен в доклад на ЕЦБ (ЕЦБ, 2008), и изисква наблюдения върху възвръщаемостта от портфейла с акции. Тази възвръщаемост зависи особено силно от глобални фактори, а не само от регионални. Като референтен пазар се избира пазарът на акции в САЩ, като индексът на фондовия пазар в Еврозоната се коригира с информационни фактори на американските пазари.

С нарастване на интеграцията се очаква увеличаване значимостта на рискови фактори на Еврозоната при обясняване доходността на акциите в отделните страни, като местните колебания в тях стават все по-сходни по своя характер.

В модела възвръщаемостта от акцията в дадена държава се представя чрез два компонента, както следва:

$$R_{i,t} = \mu_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

където:

$\mu_{i,t}$ е очакваната възвръщаемост;

$\varepsilon_{i,t}$ – неочакваната (извънредна) възвръщаемост.

За съпоставяне на колебанията в доходността в Еврозоната и САЩ върху доходността на местните активи се изчислява коефициент на вариация, който отчита общото колебание в цената на местната акция под влияние на фактори в Еврозоната и САЩ. Измерител на общата вариация е формулата:

$$\sigma_{i,t}^2 = h_{i,t} + (\beta_{i,t}^{eu})^2 \sigma_{eu,t}^2 + (\beta_{i,t}^{us})^2 \sigma_{us,t}^2, \quad (3)$$

където:

$h_{i,t}$ е вариация в местния актив;

Коефициентът на вариация в Еврозоната се представя чрез формулата:

$$VR_{i,t}^{eu} = [(\beta_{i,t}^{eu})^2 \sigma_{eu,t}^2] / \sigma_{i,t}^2 = \rho_{i,eu,t}^2 \quad (4)$$

Индикатори за интеграция на **пазара на акции** са:

- филтрирани странови и секторни дисперсии в нормите на възвръщаемост в Еврозоната – изчисляват се на базата на месечните секторни възвръщаемости на странови и секторни индекси и прилагане на техниката за филтриране по Ходрик и Прескот (източник Thomson Financial Datastream);

- дял на вариацията в местните норми на възвръщаемост, обяснен чрез колебания в Еврзоната и САЩ (източник Thomson Financial Datastream).

При интегриран пазар на акции специфичните странови фактори би трябвало да оказват все по-слабо влияние. При високо интегриран пазар се засилват ползите от диверсификацията чрез предприемане на секторно базирани стратегии. При съпоставянето на страновата и секторната дисперсия в доходността на акциите страновата дисперсия е по-висока. Чрез коефициенти на вариация е възможно да се отчете частта в общото колебание в цените на акциите, дължаща се на колебания в цените на акциите в ЕС и САЩ. При равни други условия по-висок коефициент на вариация се приема като индикатор за по-интегриран пазар, след като доходностите на местния пазар се влияят от общи глобални фактори.

Интеграцията на капиталовите пазари повишава икономическото благосъстояние, тъй като позволява чуждестранни спестявания да финансират националните инвестиции, както и постигане на оптимална диверсификация на инвестиционните портфейли. Оптималният портфейл от ценни книжа включва всички възможни активи, като стандартната рамка в анализиране на международните инвестиционни решения се основава на моделите за оценка на капиталовите активи (МОКА). Тези модели се базират на следните предположения: отсъствие на ограничения на финансовите пазари; наличие на безрисков актив и свобода на инвеститорите при продажбата на този актив.

Диверсификацията на портфейлите позволява на инвеститорите да намалят специфичните рискове, типични за дадена страна. Същевременно системният риск не може да бъде диверсифициран и остава дори при високо диверсифициран портфейл. Тестове за капиталова мобилност чрез МОКА (Buch, 1998) показват, че инвеститорите предпочитат да инвестират финансовите си активи на местни пазари и/или местни валути поради данъчни облекчения, непълна или асиметрична информация, наличие на нетъргуеми активи и законови ограничения.

В изследване на модификациите на МОКА, засягащи формиращи се пазари, Кр. Костенаров (2012) установява, че моделът МОКА и неговите модификации са трудно приложими за България (а също и за Румъния и Турция) поради много ниската степен на коефициента на детерминация и прекалено голямата грешка в модификациите. По този начин той доказва недостатъчна степен на развитие на формиращи се капиталови пазари като българския. Едно от основните допускания на МОКА е, че инвеститорите имат хомогенни очаквания за пазара. Колкото по-трудно предвидим и неадекватен е даден пазар, толкова очакванията им за неговото развитие са по-различни. На такива пазари се отчита малък брой компании, които редовно се търгуват на борсата, и силна волатилност в цената на акциите им. Тя увеличава размера на грешката и прави резултатите от МОКА неточни.

Следователно ниската ликвидност прави цените на акциите чувствителни дори към незначителни промени в пазарната конюктура. Това намалява възможността за прогнозиране на цените чрез МОКА на капиталов пазар като българския. Акции, които се търгуват прекалено слабо, не променят цената си

или я променят в много тесни граници, насочват към отсъствие на връзка между пазарните движения и движението на цените на акциите (което е основен момент в МОКА).

Оценяването на степента на интеграция на капиталовите пазари в новите страни-членки на ЕС се насърчава от ЕЦБ (Baele et al., 2004), тъй като интеграцията на капиталовите пазари е от съществена значимост за ефективността при провеждането на общата парична политика след присъединяването им към ЕПС. Предстоящото присъединяване на България към този съюз и конвергирането на икономическите процеси налага анализиране на достигната степен на интеграция на капиталовия пазар на страната към Евророната. Във връзка с това тук е направен опит да се даде отговор на въпроса дали съществува конвергенция на капиталовия пазар на България към Евророната на базата на корелационен анализ на ценови индикатори за интеграция на фондовия, банковия и облигационния пазар на дългосрочни финансови активи и пасиви и да се формулират насоки за реализиране на стратегическите приоритети за задълбочаване и ускоряване на интеграционния процес.

3. Анализ на ценови индикатори за интеграция на капиталовите пазари в България и Евророната

В тази разработка степента на интеграция на българския капиталов пазар към капиталовите пазари в Евророната се основава на статистическо оценяване на ценови индикатори за финансова интеграция с оглед съпоставяне възвръщаемостта между активите. Статистическото изследване се основава на корелационен анализ, както и на параметричен тест за проверка на хипотеза относно съществуването на интеграционни зависимости между капиталовите пазари на България и Евророната. При корелационния анализ и параметричния тест се анализират индикатори за интеграция на пазара на ДЦК, пазарите на акции, както и банковия пазар.

В тази част изследването се основава на доклад на Европейската централна банка от 2008 г. – „Измерване на финансовата интеграция в новите страни-членки на ЕС“ и възприема методологията, разработена от Baele et al. (2004). Съгласно дефиницията за финансова интеграция на Baele пазарът на даден финансов инструмент или услуга се определя като напълно интегриран, ако всички икономически агенти със сходни характеристики имат достъп до конкретен пазар, към тях се прилага хармонизиран набор от правила, с възможност за равнопоставен достъп до пазара на даден финансов инструмент.

Фондовите пазари в страните от ЦИЕ се характеризират с по-високи равнища на информационна асиметрия и волатилност според изследвания на Syllignakis & Kouretas (2006) и засилваща се степен на коинтеграционни зависимости между техните фондови пазари и фондовите пазари на Германия и САЩ. В краткосрочен план по-силно е влиянието на странови фактори, отколкото на общи за фондовите им пазари променливи.

Изследването се **ограничава** до анализ на ценови индикатори за интеграция, като от неговия обхват се изключват индикаторите за влиянието на нова

информация върху финансовите пазари (news-based indicators) и количествените индикатори за интеграция (quantity-based indicators), които са обект на самостоятелен анализ. Ценовите индикатори за интеграция на капиталовите пазари са директен измерител на действието на закона за единната цена, при положение, че сравняваните финансови активи имат сходни характеристики. Същевременно другите два вида индикатори за интеграция отчитат действието на определени ограничения на капиталовите пазари, като при висока степен на интеграция местната информация би трябвало да има по-малко влияние върху цените на финансовите инструменти, отколкото информацията от глобалните финансови пазари.

В анализа на степента на интеграция на българския капиталов пазар към капиталовите пазари на Евророната на базата на методологията на Baele et al. (2004) се включва приложението на параметричен тест за оценка на четири групи индикатори (описани по-нататък) и хипотеза за наличие или отсъствие на интеграционна зависимост между двата капиталови пазара. Освен това като допълнителна част от анализа е проведена анкета сред инвестиционни посредници относно очакванията им за ползите и ограниченията пред по-нататъшната интеграция на българския капиталов пазар в ЕС.

Основните **предположения**, върху които се основава анализът са:

- Засилва се процесът на конвергенция на България към ЕС след 2007 г. съгласно основните критерии за членство в ЕПС (Доклад за конвергенцията, 2012), което води до насърчаване на конкуренцията и усъвършенстване на пазарния механизъм.
- Конвергирането на средните дългосрочни лихвени проценти в България към Евророната предполага действието на закона за единната цена и поэтапното отстраняване на ограниченията от правен, регулативен, институционален и друг характер пред инвеститорите за незабавна промяна в структурата на техните портфейли.
- Не се прилага условието за покрит и непокрит лихвен паритет на междубанковия пазар на България и Евророната, тъй като тези два паритета обясняват краткосрочни движения на капитали при функционирането на валутните пазари. Изследването се ограничава до анализ на лихвени проценти по средносрочни и дългосрочни депозити и кредити за фирми и домакинства (съгласно методологията на Baele et al.), предвид нарастналото присъствие на клонове на чуждестранни банки от ЕС в България и фактът, че пазарният дял на тези банки надхвърля 70%. Това потвърждава високата степен на финансова отвореност на банковата система на България като един от индикаторите за финансова интеграция (Buch, 1998).
- Предполага се възможност на икономическите агенти за свободен достъп до капиталовия пазар на България поради високата степен на регулативна хармонизация с ЕС и действието на принципа на единния паспорт (съгласно определението за финансова интеграция на Baele et al.).

Основавайки се на така формулираните ограничения и предположения, в методологичен план изследването преминава през следните етапи:

- Формулирани са две хипотези: нулевата (H_0) гласи, че не съществуват статистически значими интеграционни зависимости между капиталовите пазари на България и Еврозоната. Според алтернативната хипотеза (H_1) съществуват значими интеграционни зависимости между двата пазара. Двете хипотези са взаимно изключващи се. Нулевата хипотеза се приема, ако е по-вероятна от алтернативната, и обратно.
- В статистическата проверка на хипотезите е определено критично равнище на значимост (α), равно на 0.05 (5%). Тази стойност на α съответства на доверителна вероятност $P = 0.95$ (95%) при интервалното оценяване.
- Избран е „t-критерий” като емпирична характеристика на данните от случайната извадка. Тази величина има стандартизирано нормално разпределение.
- Взето е решение относно хипотезите на базата на приложение на алгоритъма за проверка чрез статистически функции в SPSS.

Към индикаторите за интеграция на **пазара на ДЦК** са анализирани:

- стандартно отклонение на спреда в доходността на български ДЦК и френски ДЦК с двугодишен матуритет за периода 2001-2008 г.;
- стандартно отклонение на спреда в доходността на български ДЦК и германски ДЦК с десетгодишен матуритет за периода 2001-2008 г.

Източниците са: БНБ, ЕЦБ, Бундесбанк и ЦБ на Франция.

Стандартното отклонение в доходностите на ДЦК с пет- и десетгодишен матуритет се изчислява на базата на средномесечни данни за доходността от ДЦК, като за петгодишните ДЦК референтна страна е Франция, а за десетгодишните – Германия, съгласно методологията на ЕЦБ. Не са включени индикатори на пазара на корпоративни облигации, тъй като представителната извадка на ЕЦБ изисква минималният обем на емисията да бъде 100 млн. евро и да има присъден инвестиционен рейтинг. На българския капиталов пазар липсват котираны емисии в такъв обем.

Към индикаторите за интеграция на **пазарите на акции** са анализирани българският фондов индекс **SOFIX** и германският **DAX** за периода 2008-2010 г. (източници: БФБ-София АД и Франкфуртска фондова борса). Интеграцията на фондовите пазари се оценява чрез анализ на степента на вариация в националния фондов индекс, която се обяснява с общи за Еврозоната фактори.

Към индексите за **интеграция на банковия пазар** са анализирани:

- лихвени проценти по кредити на фирми над пет години в лева и евро за периода 2003-2008 г.;
- лихвени проценти по потребителски кредити над пет години в лева и евро за периода 2003-2008 г.;

- лихвени проценти по депозити на фирми над две години в лева и евро за периода 2003-2008 г.;
- лихвени проценти по срочни депозити на домакинства над две години в лева и евро за периода 2003-2008 г.

Източниците са: БНБ и ЕЦБ.

Корелационният анализ на посочените индикатори за интеграция на българския капиталов пазар към капиталовите пазари в ЕС е осъществен чрез използване на статистически програмен продукт SPSS. Първата основна задача при този анализ е да се определи дали съществува зависимост между изследваните променливи (интеграционни индикатори). Втората задача е, ако такава зависимост съществува, да се определи силата на нейната връзка чрез коефициент на корелация (R). Освен коефициента на корелация е изследван и коефициент на детерминация между променливите (R^2), който показва каква част от изменението на едната променлива се дължи на другата променлива.

В резултат от приложени корелационен анализ се установява следното:

3.1 Лихвени проценти по кредити на фирми и потребителски кредити с падеж над пет години

Финансовият сектор в България е силно доминиран от банковите институции, които в по-голямата си част са собственост на банки от ЕС. Към 2010 г. пазарният дял на местните банки достига до 18.3%, а този на дъщерни банки от ЕС – 74.7%.

3.1.1 При лихвените проценти по кредити на фирми с падеж над 5 години в лева и евро се отчита степен на значимост (significance) на лихвените проценти в лева от $0.041 < \alpha$, т.е. приема се алтернативната хипотеза за наличие на зависимост на лихвените проценти в лева от равнището на тези в евро. Стойността на R е 0.420, което означава средна степен на корелационна зависимост. Коефициентът R^2 е 0.176 и показва, че около 18% от изменението на лихвените проценти в лева се дължи на изменения в равнището на лихвените проценти в евро.

Таблица 1
Лихвени проценти по кредити на фирми с матуритет над 5 години в лв. и евро

Корелации		Кредити на фирми с матуритет над 5 год. в лв.	Кредити на фирми с матуритет над 5 год. в евро
Кредити на фирми с матуритет над 5 год. в лв.	Коефициент на Пирсън	1,000	,420*
	Ниво на значимост (двустранно)		,041
	Брой наблюдения	24,000	24
Кредити на фирми с матуритет над 5 год. в евро	Коефициент на Пирсън	,420*	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,041	
	Брой наблюдения	24	24,000

* Корелацията е с равнище на значимост 0.05 (двустранна)
Източник: собствени изчисления на автора.

3.1.2 Анализът на лихвените проценти по потребителски кредити с падеж над 5 години в лева и евро показва следното: слаба степен на зависимост ($0.423 > \alpha$, т.е. приема се нулевата хипотеза); $R = -0.172$ и $R^2 = -0.030$.

Таблица 2

Лихвени проценти по потребителски кредити с матуритет над 5 години в лв. и евро

Корелации		Лихвени проценти по потребителски кредити с падеж над 5 години в лева	Лихвени проценти по потребителски кредити с падеж над 5 години в евро
Лихвени проценти по потребителски кредити с падеж над 5 години в лева	Коефициент на Пирсън	1,000	-,172
	Ниво на значимост (двустранно)		,423
	Брой наблюдения	24,000	24
Лихвени проценти по потребителски кредити с падеж над 5 години в евро	Коефициент на Пирсън	-,172	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,423	
	Брой наблюдения	24	24,000

Източник: собствени изчисления на автора.

3.2 Лихвени проценти по депозити на фирми и домакинства с матуритет над две години

3.2.1 Анализирайки лихвените проценти по депозити на фирми с матуритет над две години в лева и евро, се отчита средна степен на зависимост между двете променливи ($0.036 < \alpha$, т.е. приема се алтернативната хипотеза); $R = 0.430$ и $R^2 = 0.185$.

Таблица 3

Лихвени проценти по депозити на фирми с матуритет над 2 години в лв. и евро

Корелации		Лихвени проценти по депозити на фирми с матуритет над 2 години в лева	Лихвени проценти по депозити на фирми с матуритет над 2 години в евро
Лихвени проценти по депозити на фирми с матуритет над 2 години в лева	Коефициент на Пирсън	1,000	,430*
	Ниво на значимост (двустранно)		,036
	Брой наблюдения	24,000	24
Лихвени проценти по депозити на фирми с матуритет над 2 години в евро	Коефициент на Пирсън	,430*	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,036	
	Брой наблюдения	24	24,000

* Корелацията е с равнище на значимост 0.05 (двустранна)

Източник: собствени изчисления на автора.

3.2.2 При лихвените проценти по депозити на домакинства с матуритет над две години в лева и евро имаме средна степен на зависимост ($0.047 < \alpha$, т.е. приема се алтернативната хипотеза); $R = -0.409$ и $R^2 = -0.167$

Таблица 4
Лихвени проценти по депозити на домакинства с матуритет над 2 години в лв. и евро

Корелации		Лихвени проценти по депозити на домакинства с матуритет над 2 години в лв.	Лихвени проценти по депозити на домакинства с матуритет над 2 години в евро
Лихвени проценти по депозити на домакинства с матуритет над две години в лева	Коефициент на Пирсън	1,000	-,409*
	Ниво на значимост (двустранно)		,047
	Брой наблюдения	24,000	24
Лихвени проценти по депозити на домакинства с матуритет над две години в евро	Коефициент на Пирсън	-,409*	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,047	
	Брой наблюдения	24	24,000

* Корелацията е с равнище на значимост 0.05 (двустранна)

Източник: собствени изчисления на автора.

Лихвените проценти по депозити и кредити на дребно обикновено се влияят от макроикономически (например равнището на пазарните лихвени проценти) и микроикономически фактори (например пазарно влияние на банките). Според локационните модели наличието на добре развита клонова мрежа на дадени банки може да се окаже важна бариера за навлизане на даден пазар. Важен източник на пазарна власт са разходите за смяна на банката (смяна на банкови сметки и др.), като те правят търсенето на банкови услуги от населението по-слабо еластично.

Присъствието на чуждестранни банки в местната финансова система оказва положително влияние по линия на трансфер на нови технологии, ноухау, физически и човешки капитал, но от друга страна, нарастването на банковата концентрация води до по-малко конкурентно ценообразуване по кредитите и депозитите за населението. Установените слаби интеграционни зависимости с Еврозоната могат се дължат и на ниска степен на стандартизация на предлаганите банкови продукти от страна на българските банки, както и действието на правни ограничения и различия в степента на защита на потребителите на тези продукти.

3.3 Интеграция на пазарите на ДЦК на България и Еврозоната

3.3.1 При лихвените проценти по български и френски ДЦК с матуритет 2 години се наблюдава слаба зависимост ($0.686 > \alpha$, т.е. приема се нулевата хипотеза); $R = 0.171$ и $R^2 = 0.029$.

Таблица 5

Двугодишни български и френски ДЦК

Корелации		Лихвени проценти по български ДЦК с матуритет 2 години	Лихвени проценти по френски ДЦК с матуритет 2 години
Лихвени проценти по български ДЦК с матуритет 2 години	Коефициент на Пирсън	1,000	,171
	Ниво на значимост (двустранно)		,686
	Брой наблюдения	8,000	8
Лихвени проценти по френски ДЦК с матуритет 2 години	Коефициент на Пирсън	,171	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,686	
	Брой наблюдения	8	95,000

Източник: собствени изчисления на автора.

3.3.2 В анализа на лихвените проценти по български и германски ДЦК с матуритет 10 години имаме средна степен на зависимост ($0.000 < \alpha$, т.е. приема се алтернативната хипотеза); $R = 0.580$ и $R^2 = 0.336$.

Таблица 6

Десетгодишни български и германски ДЦК

Корелации		Лихвени проценти по български ДЦК с матуритет 10 години	Лихвени проценти по германски ДЦК с матуритет 10 години
Лихвени проценти по български ДЦК с матуритет 10 години	Коефициент на Пирсън	1,000	,580**
	Ниво на значимост (двустранно)		,000
	Брой наблюдения	36,000	36
Лихвени проценти по германски ДЦК с матуритет 10 години	Коефициент на Пирсън	,580**	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,000	
	Брой наблюдения	36	36,000

** Корелацията е с равнище на значимост 0.01 (двустранна)

Източник: собствени изчисления на автора.

Борсовата търговия с ДЦК се контролира и координира от БНБ, БФБ-София АД и Министерството на финансите, като основни участници на този пазар са

банките и институционалните инвеститори. Банките държат над 60% от търговията с тези книжа и сделките с първични дилъри са също над 50% от всички сделки с тях. Електронният пазар на ДЦК действа напълно отделно от останалите борсови пазари. Този пазар обаче се характеризира с ниска ликвидност поради ограничения размер на дълга.

Резултатите потвърждават, че през последните години българският пазар на ДЦК прогресивно конвергира към бенчмарк пазара на германски ДЦК. Средната степен на корелационна зависимост показва, че все още фактори от местно естество продължават да имат влияние спрямо общи за Еврозоната фактори като различия в българските ДЦК и референтните френски и германски ДЦК (степен на системен, кредитен и ликвиден риск и др.). Слабо развитият вторичен пазар на ДЦК у нас предопределя ниската ликвидност на ценните книжа, търгувани на него.

Съгласно последния Доклад за конвергенцията на ЕЦБ (ЕЦБ, 2012) средният дългосрочен лихвен процент в България към март 2012 г. е 5.1% при референтна стойност за Еврозоната 5.8%, което потвърждава тенденцията към трайна конвергенция на страната по този показател към държавите от Еврозоната след 2005 г. насам, при условия на стабилна фискална политика, намаляващ държавен дълг и прогресивна хармонизация на законодателната рамка.

3.4 Интеграция на фондовите пазари на България и Еврозоната

Анализрайки фондовите индекси на българския и германския фондов пазар (SOFIX И DAX), се установява силна степен на зависимост ($0.000 < \alpha$, т.е. приема се алтернативната хипотеза); $R = 0.932$ и $R^2 = 0.868$.

Таблица 7
Корелационна зависимост между SOFIX и DAX (Германия)

Корелации		SOFIX	DAX
SOFIX	Коефициент на Пирсън	1,000	,932**
	Ниво на значимост (двустранно)		,000
	Брой наблюдения	23,000	23
DAX	Коефициент на Пирсън	,932**	1,000
	Ниво на значимост (двустранно)	,000	
	Брой наблюдения	23	23,000

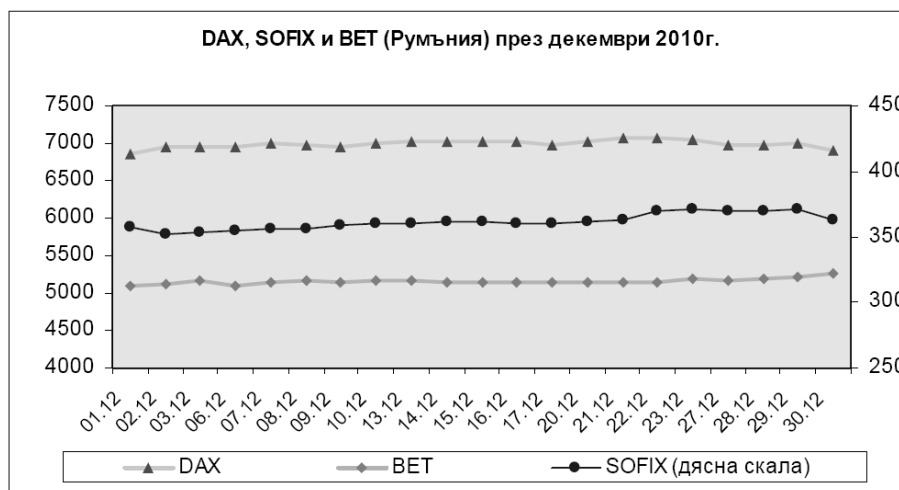
** Корелацията е с равнище на значимост 0.01 (двустранна)

Източник: собствени изчисления на автора.

Българският фондов индекс SOFIX се изчислява в съответствие с хармонизираната методология на International Financial Corporation, което предполага директна съпоставимост между времето му развитие спрямо стойностите на германския фондов индекс DAX. През периода след 2008 г. в началото на световната финансово-икономическа криза пазарната капитализация на българския фондов пазар като дял от БВП започва да спада и

към 2010 г. достига до 15.4%, а към 2011 г. - 16.5% (ЕЦБ, 2012), но остава много ниска спрямо средната стойност за Еврозоната за 2011 г. от 41.5%.

Таблица 8



Източник: БНБ.

Като потвърждение на резултатите от изследването е уместно да се посочат някои особености за степента на интеграция на българския пазар на акции в този на ЕПС, изследвани от Б. Стоянов (2011). В своето проучване той успява да докаже две хипотези: българският капиталов пазар на акции е слабо развит в сравнение с пазара на акции в Еврозоната и по тази причина той предлага по-висока възвръщаемост, съчетана с повишен системен риск. Освен това нашият пазар е слабо интегриран с пазара на акции в Еврозоната.

Участието на една държава в ЕПС води до ограничаване на системния риск на пазарите на акции, но не и до неговото пълно елиминиране. Една част от страновия риск остава типично национална (фискална политика, външна и вътрешна задлъжнялост на страните и др.). За доказване на своите хипотези Б. Стоянов се основава на моделите на K.G. Rouwenhorst (1999), Adjaoute & Danthine (2003) и Lane & Milesi-Ferretti (2003). По-специално третият модел анализира интегрирането на финансовия сектор и на пазара на акции чрез финансовата отвореност на икономиката по отношение на държаните чужди акции от резиденти и местни акции от чужди инвеститори (количествен индикатор за интеграция на пазарите на акции). Целта е да се изследва степента на интеграция на макроикономическо ниво чрез международната инвестиционна позиция на държавата и БВП. Основните формули за интегриране на финансовия сектор и на пазара на акции, са както следва:

$$IFIGDP_{it} = (\text{финансови активи от межд. инв. позиция} - \text{финансови пасиви от межд. инв. позиция})/\text{БВП} \quad (5)$$

$$GEQGD\text{P} = (\text{ПИ в акции в чужбина} + \text{ПИ в акции в нац. ик.} + \text{ПЧИ в чужбина} + \text{ПЧИ в страната})/\text{БВП} \quad (6)$$

Тези измерители показват, че отварянето на финансовия сектор на една държава води до увеличаване на броя и участието на чуждестранни финансови посредници на местния капиталов пазар. Съгласно общия показател за финансова отвореност FIGDP степента на интегрираност на българския капиталов пазар на акции в европейския е задоволителна, като към 2009 г. този показател за България е 106.2%, а за Еврizona 13 – 209%.

Показателят за финансова отвореност потвърждава, че пазарите на акции у нас изпитват изключително силно влияние от страна на европейската интеграция. Налице е значително отваряне на България по отношение на общите инвестиции в акции, но все още участието ни в международния и европейския пазар на акции не е особено активно.

Като част от анализа си Б. Стоянов проследява развитието на индексите на българския фондов пазар и Еврizonата за периода 2003-2010 г. До 2008 г. се установява слаба корелация на българския пазар на акции с пазарите на акции в Еврizonата, като стойностите на корелационните коефициенти са в границите 0.10-0.20. След 2010 г. коефициентите са в интервала 0.56-0.81 и указват значителна и висока корелация поради всеобщия спад на капиталовите пазари в хода на глобалната финансово-икономическа криза.

Същевременно в изследване на времевата корелационна връзка между индексите на фондовите борси на държави от ЦИЕ Кристиана Тудор (Cristiana Tudor, 2011) анализира възвръщаемостта на ценовите стойности на фондовите индекси на Чехия, Унгария, България, Полша, Русия, Румъния и САЩ за период 2006-2009 г. Анализът ѝ е разделен на два подпериода: преди и след глобалната финансова криза. Спадащият тренд на фондовите индекси в нейното изследване започва през юли 2007 г. за Унгария, Румъния, САЩ, Русия, Полша и България. Отбелязва се значително спадане на възвръщаемостта от акции по време на кризата и повишаване на степента на волатилност. В изследването най-силно повлияни от кризата като разлики в средната възвръщаемост между двата периода са фондовите пазари на Унгария, Полша и Румъния. Най-слабо са засегнати тези на Чехия и Русия. Пазарната волатилност, измервана чрез стандартното отклонение, отчита най-голямо нарастване на фондовите пазари на България и Румъния. При разглеждането на целия период 2006-2009 г. авторката установява, че румънският и българският фондови пазари са най-високорискови с дневно стандартно отклонение на възвръщаемостите съответно от 0.068 и 0.071.

Тестовите по Грангер съгласно корелационна матрица в табл. 9 отчитат, че корелационните коефициенти в предкризисния период са относително ниски, по-специално за Румъния, България и САЩ. Тези фондови пазари не изглеждат корелирани нито с другите пазари в извадката, нито помежду си. По-специално за България се отчитат отрицателни коефициенти на корелация, вариращи от -0.04 до -0.07. Съществуват определени връзки между фондовите пазари на Чехия, Унгария, Полша и Русия (корелационни коефициенти между 0.58 и 0.61).

Таблица 9

Корелационна матрица за индексите на седем фондови пазара

ПАНЕЛ А: Предкризисен							
	Р Чехия	Унгария	България	Полша	Русия	Румъния	САЩ
Р Чехия	1.00						
Унгария	0.58	1.00					
България	-0.04	-0.07	1.00				
Полша	0.58	0.71	-0.06	1.00			
Русия	0.61	0.54	-0.02	0.51	1.00		
Румъния	0.12	0.15	0.11	0.17	0.15	1.00	
САЩ	0.20	0.09	-0.12	0.14	0.20	0.04	1.00
ПАНЕЛ Б: Кризисен							
	Р Чехия	Унгария	България	Полша	Русия	Румъния	САЩ
Р Чехия	1.00						
Унгария	0.87	1.00					
България	0.82	0.90	1.00				
Полша	0.89	0.94	0.91	1.00			
Русия	0.87	0.87	0.85	0.90	1.00		
Румъния	0.84	0.91	0.94	0.92	0.86	1.00	
САЩ	0.69	0.79	0.75	0.77	0.75	0.77	1.00

Източник: Cristiana Tudor. Journal of Applied Mathematics & Informatics, 2011.

Изследванията на Кр. Тудор потвърждават значителната промяна в корелационните коефициенти по време на кризата и засилващата се взаимозависимост между фондовите пазари в ЦИЕ. Трите фондови пазара, които се развиват самостоятелно преди кризата Румъния, България и САЩ, отчитат висока степен на корелация. Корелационният коефициент между България и Румъния, който в предкризисния период е 0.11, по време на кризата достига до високото равнище от 0.94.

Крайните резултати от извършения тук корелационен анализ, както и анализите на Кр. Тудор и Б. Стоянов показват, че връзките между страните от ЦИЕ и Евророната са по-силни по време на кризата, отколкото преди нея, което е доказателство за засилена степен на интеграция през последните години.

3.5 Резултати от проведена анкета сред инвестиционни посредници на българския капиталов пазар

Като следващ елемент в анализа на степента на интеграционна зависимост на българския капиталов пазар е проведена анкета сред участници (инвестиционни посредници) дали се очаква намаляване на транзакционните разходи от интеграцията към европейските финансови пазари, какви са очакваните ползи от пълна интеграция, както и потенциалните ефекти от интеграцията на капиталовия пазар на България. Накрая са очертани основни ограничения и предизвикателства пред интеграцията на България.

Според половината от участвалите в анкетата интеграцията на капиталовия пазар ще намали брокерските, комисионните и други преки транзакционни

разходи, като очакванията са те да намалееят с над 50%, а спредовете „bid-ask” - до около 10%. Повечето от респондентите смятат, че средните разходи за финансиране чрез дялов капитал, измервани чрез доходността на акциите, няма да спаднат в резултат от пълната интеграция към европейските финансови пазари. В синхрон с предходните очаквания финансовите посредници не прогнозираят намаляване на средните разходи за финансиране чрез емитиране на облигации, измервани чрез доходността на облигациите.

На следващо място финансовите посредници посочват следните ползи от пълна интеграция на европейските капиталови пазари: нарастване на възможностите за диверсификация и избор на портфейл; повишаване на ликвидността; намаляване на разходите за финансово посредничество; реализиране на по-големи икономии от мащаба/обхвата на финансовите услуги; постигане на по-ниски маржове за предлагане на услуги; по-малко финансови ограничения и др.

Относно очакваните последици от финансовата интеграция на българския капиталов пазар към пазарите в ЕС всички участвали заявяват, че няма голяма вероятност от повишаване на конкуренцията между фондовите борси. Според по-голямата част от анкетиранияте ще се засили конкуренцията между финансовите посредници. За повечето от тях има вероятност за по-голяма конкуренция между банките и другите традиционни източници на корпоративно финансиране. Над 50% от участвалите очакват също следните ефекти от интеграцията: подобрена ценова прозрачност; увеличаване на пазарното проникване (дълбочина) и по-нисък ликвиден риск; по-големи пазари за високорискови капитали.

Накрая финансовите посредници изтъкват наличието на редица пречки пред интеграцията на капиталовия пазар в България към европейските капиталови пазари. По-конкретно на *микроравнище* са очертани следните ограничения:

- ниско качество на публичните компании, изразяващо се в недостатъчно добро разкриване на информация; слаба корпоративна култура;
- ниска степен на прозрачност при управлението на публичните компании и незачитане интересите на дребните акционери;
- ниска ликвидност, водеща до по-високи разходи поради големия брой сделки, които трябва да се направят, за да се осъществи сделка с определен обем;
- висока ценова волатилност и невъзможност да се купува и продава в големи обеми на цени близки до пазарните.

Същевременно на *институционално равнище* на българския капиталов пазар се определя съществуването на следните ограничения:

- липса на единна европейска клиринг и сетълмент институция;
- отсъствие на желание за регионализация и глобализация от страна на източноевропейските държави;
- неизградена подходяща информационна инфраструктура;

- трудно синхронизиране с европейското законодателство; твърде много припокриващи се изисквания (наредби и правила), както и бариерите, заложи в местното законодателство, за участие на чужди юридически и физически лица;
- неосъществената продажба на БФБ-София АД на голям чужд борсов оператор и невъзможността на Централен депозитар АД за връзка с други депозитари, което обрича българския капиталов пазар да играе ролята на „самотен остров“;
- големи различия между българската фондова борса и развитите европейски пазари и непригодност на XETRA (електронната система за търговия на БФБ-София АД) към българския пазар.

На базата на извършения корелационен анализ могат да бъдат направени следните *изводи*:

- Индикаторите за интеграция на пазарите на ДЦК показват смесен характер, като при българските и германските ДЦК се наблюдава средна степен на корелационна зависимост в спредовете на доходността. При 2-годишните български и френски ДЦК се отчитат слаби корелационни зависимости поради недостатъчно дългия статистически ред. Освен това трябва да се отчита, че българските ДЦК имат по-висока степен на системен риск поради различията в кредитните рейтинги на България, Германия и Франция. Необходимо е да се вземат предвид и различията във възприемания кредитен риск и ликвидност. На последно място, но не и по значение е слабо развитият вторичен пазар на ДЦК, което е пречка пред ликвидността, както и слабо развитият репо-пазар в страната.
- Индикаторите за интеграция на фондовите пазари SOFIX и DAX отчитат силна степен на корелационна зависимост в посткризисния период, главно поради следните причини: българският фондов пазар използва платформата XETRA и тази унификация в стандартите улеснява листването на емисии в презграничен контекст; България е малка страна с висока степен на отвореност на икономиката си; засилващото се влияние на общи информационни променливи от международните капиталови пазари в хода на глобалната финансово-икономическа криза.
- Индикаторите за интеграция на банковия пазар на средносрочни и дългосрочни активи и пасиви най-общо показват средна степен на корелационни зависимости, потвърждаващи факта, че банкирането за населението все още остава типично локален бизнес, при който банките използват максимално своите сравнителни предимства в местен контекст с оглед извличане на максимални ползи. Нарастването на банковата концентрация от своя страна води до по-малко конкурентно ценообразуване по кредитите и депозитите за населението. Освен това фрагментацията на тези пазари се обяснява и с наличието на асиметрична информация и значителни разходи за смяна на обслужващи банки.

4. Насоки за постигане на стратегическите приоритети на капиталовия пазар на България в хода на задълбочаване на интеграцията му в ЕС

С финансовата криза от 2009 г. и оттеглянето на чуждестранни инвеститори пазарната капитализация и пазарният оборот намаляват значително, като основният борсов индекс SOFIX следва спадания тренд на индексите на пазарите в региона.

Сериозен инфраструктурен проблем на българския капиталов пазар е липсата на клирингова институция, без която е невъзможно развитието на деривативен пазар в България. На развитите капиталови пазари клирингът се осъществява от клирингова палата или от централен съконтрагент, които застават между страните по сделката и изчисляват взаимните насрещни задължения между тях на брутна или нетна база. Така се спомага за редуциране на разходите и рисковете, съпътстващи сделката (правен, оперативен, системен и т. н.). За предоставяне на клирингови услуги Централен депозитар АД трябва да актуализира информационната си система и да установи връзки с външни клирингови институции и стандартизация на интерфейсите между основните си системи.

Важна стратегическа цел на Централен депозитар АД е постигането на интегриране към европейския финансов пазар и осъществяването на връзки с други депозитарни институции. Една от основните инициативи в тази посока е интеграция с Clearstream и Euroclear. Двете институции са водещи международни депозитари, които играят роля за сетълмента на еврооблигационни транзакции и изпълняват посреднически функции при сделки с ценни книжа. Чрез осигуряване на директна връзка с тези институции Централен депозитар АД ще предостави възможност за привличане на чуждестранни инвеститори, както и за изграждане на по-ефективна структура на оперативните разходи. При евентуално юридическо сливане с друга депозитарна институция се очаква постигане на конкурентен ефект, а техническото сливане и въвеждане на единна платформа за търговия е предпоставка за намаляване на разходите. В теоретичен план вертикално интегрираните структури, които обединяват търговия-клиринг-сетълмент, осигуряват по-голяма ефективност от гледна точка на качество и по-ниски като себестойност услуги.

От 2010 г. Централен депозитар АД има номер и BIC за SWIFT, което дава възможност на други депозитари да се свързват директно към него. Така се очаква Централен депозитар АД да повиши съвместимостта си с участниците на европейските и регионалните капиталови пазари. В процеса на изграждане на модул „клиринг“ Централен депозитар АД има възможност за разширяване на обхвата на предлаганите услуги, стартиране на къси продажби и маржин-покупки, които Xetra поддържа изцяло.

В условията на глобална конкуренция българският капиталов пазар е изправен пред заплахата да остане в „периферията“ на интеграционните процеси, ако не се предприемат действия на микро- и макроравнище за свързване на търговските системи и сливане или встъпване на БФБ-София АД в стратегически съюз с регионална фондова борса. Тези процеси ще доведат до

повишаване на пазарната ефективност и оптимално решение в дългосрочен план по линия на максимизиране на печалбите и минимизиране на средните транзакционни разходи за ползвателите на борсовите услуги. Еwentуално встъпване в стратегически съюз или други форми на хоризонтална интеграция на фондовия оператор на България ще доведе до по-голяма прозрачност на българските регулирани дружества и до практически достъп до по-голяма инвеститорска база в условията на все по-голяма конкуренция от страна на алтернативните системи за търговия в ЕС.

Получаването на публичен статут на БФБ-София АД е част от стратегията на фондовата борса за развитието ѝ, за повишаване прозрачността в дейността ѝ и не на последно място, за осигуряване на пазарна ликвидност. Този процес е в съзвучие с тенденциите в Западна Европа за трансформиране на фондовите борси в публични акционерни дружества, основно по линия на тяхната приватизация. Чрез увеличаване дела на държавата от 44 до 50% плюс една акция се цели предотвратяване на вероятността борсата да бъде погълната от „недобросъвестен“ инвеститор. Логичната следваща стъпка е приватизация на фондовата борса или консолидация с оглед диверсификация на приходите и увеличаване броя на акционерите. Чрез листването на акциите на БФБ-София АД се цели постигане на прозрачност и висока степен на ликвидност на собствените ѝ книжа. При еwentуално координирано сливане на БФБ-София АД с чуждестранна фондова борса се очаква подобряване на общото публично благосъстояние и повишаване на общия потребителски излишък съгласно теорията на благосъстоянието.

С приетата Концепция за интеграция на БФБ-София АД и Централен депозитар АД чрез откриване на приватизационна процедура от март 2012 г. се цели повишаване на ефективността на българския капиталов пазар чрез „...консолидацията му с водещ световен или европейски борсов оператор или борсово обединение“. Приватизационната процедура предвижда продажба на над 50% от капитала на двете дружества на базата на количествени и качествени изисквания към потенциалните кандидат-купувачи, сред които поне 2 млрд. евро средномесечен общ оборот на спот пазара или средномесечен общ брой деривативни контракти от поне 20 млн. броя, представляващ транзакции, сключени единствено посредством електронна платформа за търговия. В акционерната структура на бъдещия купувач държавното участие, пряко или непряко, не може да надвишава 50%. Освен това важен критерий при окончателния избор е наличието на стратегия и визия за развитието на БФБ-София АД, Централен депозитар АД и инфраструктурата на капиталовия пазар чрез внедряване на високотехнологична и гъвкава система за търговия.

Консолидационният процес трябва да бъде инициран от частния сектор чрез пазарните сили и стимули и адекватна оценка на очакваните ползи и разходи. Институционалните структури на макроравнище трябва да подпомагат интеграционния процес чрез отстраняване на правни, данъчни и други ограничения и осигуряване на ефективен и непрекъснат мониторинг и надзор върху интеграционните процеси с оглед запазване на финансовата стабилност и недопускане на системен риск. Институционалните структури в страната

имат капацитета да предприемат процес на адекватно и своевременно транспониране на новата регулативна рамка на капиталовите пазари в ЕС. Основен проблем за българския капиталов пазар остава обаче фактът, че пазарните практики изостават от новата регулативна рамка.

Очакваните външни ефекти от евентуално координирано сливане са по линия на осигуряване на финансов ресурс за инвестиции в нови технологии с цел съкращаване на разходите. Това води до нарастване на ликвидността, по-висока оперативна съвместимост и конкуренция. Капиталовите пазари са интегрална част от финансовата система и цените на котировките на тези пазари са от значение за макроикономическата политика, тъй като отразяват очакванията на пазарните агенти за бъдещия икономически растеж и въздействат върху реалните икономически процеси.

Много важни фактори за ефективното функциониране на капиталовия пазар в България са ликвидността, намаляването на транзакционните разходи, стимулирането на интернет търговията и привличането на дребни инвеститори. Важна насока за подобряване на ликвидността е насърчаване конкуренцията от страна на алтернативни системи за търговия. Основни клиенти на такива системи могат да бъдат институционални инвеститори, които не се допускат да търгуват директно на фондовата борса. Ефективното функциониране на фондовата борса се разглежда като публично благо. Тя реализира печалби от увеличаване обема на транзакциите, което зависи от качеството на предлаганите услуги и добрата ѝ репутация. Засилването на конкуренцията осигурява привеждане на цените на ценните книжа до социално оптимално равновесно състояние според теорията за икономиката на благосъстоянието.

За повишаване на пазарната ликвидност чрез по-висок процент на свободно търгувани акции на компаниите в краткосрочен план БФБ-София АД трябва да осигури стимули на компаниите по линия на намаляване таксите за листване. Високите транзакционни разходи оказват негативно влияние върху оборотите. В редица нововъзникващи пазари се установява, че понижаването на тези разходи води до подобряване на борсовата ликвидност. От особена значимост за българския капиталов пазар е да запази нулевия данък капиталова печалба при борсовите сделки, както и евентуално да се анализират възможностите за въвеждане на други данъчни преференции.

Липсата на деривативен пазар и на финансово-иновативни продукти като фючърси, опции, структурирани финансови продукти действа негативно върху пазарната ликвидност и демотивира инвеститорите поради невъзможност за хеджиране на рисковете. Необходимо е да се отчете и фактът, че на българския капиталов пазар все още не се предлагат борсово търгувани фондове, а механизъм за двойни листвания на ценни книжа стартира едва сега. Двойните листвания стимулират ликвидността на малки капиталови пазари (като българския) и позволяват повишаване на ценовата прозрачност и разкриването на информация. Все още много от публично листваните компании на БФБ-София АД се характеризират с ниска степен на прозрачност при корпоративното си управление и незачитане интересите на дребните си акционери.

Класически измерител на доброто корпоративно управление е защитата на миноритарните акционери и техните права, което повишава доверието на инвеститорите, а оттам влияе върху ликвидността. Един от начините за засилване на корпоративното управление е разширяване обхвата на информацията – обект на оповестяване, и отстраняване на бариерите пред миноритарните акционери да предприемат ефективни правни действия при накърняване на техните права.

За привличането на чуждестранни инвестиционни фирми на българския капиталов пазар е необходимо и цялостно подобряване на условията на бизнес-обкръжението. Това включва намаляване на административната тежест и бюрокрацията, облекчаване условията за придобиване на публични дружества и др. Подобни бариери пред икономическата дейност рязко влошават ефективността на капиталовия пазар. Важен индикатор в тази област е контролът върху корупцията. Високите нива на корупция затрудняват частните инвеститори при упражняване правата им чрез съда.

Очаква се в резултат от засилването на степента на интеграция към капиталовите пазари в ЕС местните инвеститори да получат достъп до повече и по-диверсифицирани финансови продукти, както и до алтернативни форми на капиталонабиране като достъп до фондове за рискови капитали. Все пак трябва да се отчита, че освен положителни ефекти новите регулативни изисквания на капиталовите пазари в ЕС могат да създадат допълнителна административна и оперативна тежест за пазарните участници на българския капиталов пазар по отношение на увеличаване обема на изготвяните справки, усъвършенстване на информационните системи и повишаване нивото на публична отчетност с оглед запазване на финансовата стабилност и недопускане на системен риск.

Заклучение

Българското законодателство постига висока степен на хармонизация с европейската регулативна рамка на капиталовите пазари. С промените в Правилника за дейността на БФБ-София АД и Националния кодекс за корпоративно управление се цели по-нататъшна унификация на пазарните практики в България с тези в останалите страни в ЕС. Независимо от това българският капиталов пазар остава недостатъчно развит спрямо страните от Еврозоната и ЦИЕ. Основни проблематични фактори за слабата конкурентност и ниската степен на финансово развитие на страната са високите нива на корупция, недостатъчната ефективност на институциите и ограниченият достъп до финансиране.

Прилагането на рамката от ценови индикатори за интеграция на българския капиталов пазар към Еврозоната съгласно методологията на Baele et al. води до някои важни заключения. Първо, на пазарите на ДЦК се утвърждава средна корелационна зависимост поради различията в кредитните рейтинги на България и сравняваните страни от Еврозоната, възприемания кредитен риск и слабо развития вторичен пазар на ДЦК в България. Второ, индикаторите на банковия пазар също потвърждават средни корелационни връзки поради

високата степен на банкова концентрация, наличието на асиметрична информация и разходи за смяна на обслужваща банка. Трето, корелационната зависимост на фондовите пазари на България, страните от ЦИЕ и Еврозоната е слаба в предкризисния период, като тя нараства по време на кризата и след това, което се потвърждава от изследвания и на други автори, цитирани в разработката.

Резултатите от проведената анкета сред инвестиционни посредници насочват към очаквани ползи от интеграция на българския капиталов пазар по линия на по-висока степен на диверсификация на финансовите услуги и продукти, повишена ликвидност, икономии от мащаба и обхвата. Все още обаче за ефективното задълбочаване на интеграцията на българския капиталов пазар е необходимо преодоляване на значителни ограничения на микро- и институционално равнище на базата на активно взаимодействие между пазарните участници и институционалните структури.

Успешното интегриране на българския капиталов пазар към европейските капиталови пазари минава през изграждане на подходяща клиринг инфраструктура, осъществяване на презгранични връзки с европейски клиринг и депозитарни институции, встъпване в стратегически съюз на фондовия оператор с водещ европейски или световен оператор и диверсифициране на продуктовата гама.

Използвана литература

- Adam, K. et al. (2002). Analyse, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure The Evolution of Capital Market Integration in the European Union, [pdf], Salerno, Center for Studies in Economics and Finance, Accessible at: http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/docs/020128_cap_mark_int_en.pdf.
- Buch Claudia, M. (1998). Why Do Banks Go Abroad-Evidence from German Data. – Working Paper 948, [pdf], Kiel, Kiel Institute of World Economy, Available at: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/17810/1/303447842.pdf>
- ECB. (2004). Measuring Financial Integration in The Euro Area. – Occasional Paper 14, [pdf] Frankfurt am Mein: European Central Bank, Accessible at: www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf.
- ECB. (2005). Indicators of Financial Integration in The Euro Area. [pdf] Frankfurt am Mein: European Central Bank, Accessible at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200509en.pdf>.
- ECB. (2008). Measuring Financial Integration in New EU Member States. – Occasional Paper N 81, [pdf] Frankfurt am Mein: European Central Bank, Accessible at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp81.pdf>.
- ECB. (2012). Convergence Report May 2012. [pdf] Frankfurt am Mein: European Central Bank, Accessible at: <http://www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html>.

- IMF Working Paper (WP 12/131). Productivity Growth and Structural Reform in Bulgaria: Restarting the Convergence Engine. [pdf], Washington, Accessible at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12131.pdf>.
- Syllignakis, M., Kouretas, G. (2006). Long and Short-Run Linkages in CEE Stock Markets: Implications for Portfolio Diversification and Stock Market Integration. [pdf], William Davidson Institute, Accessible at: [pdf], <http://wdi.umich.edu/files/publications/workingpapers/wp832.pdf>.
- Sylvester, C., Eijffinger, W. & Lemmen, Jan J. G. (2003). International Financial Integration, Vol. I & Vol. II, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Ltd.
- The Giovannini Group. (2001). Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. November [pdf], Brussels, The European Commission, Accessible at: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first-giovannini-report-en.pdf.
- The World Economic Forum. (2012). Global Competitiveness Report.[pdf] Switzerland. WEF, Accessible at: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2012-2013/>.
- Tudor, Cr. (2011). Time Varying Causality Between Stock Exchanges in the CEE Region. – Journal of Applied Mathematics and Informatics, Vol. 5, N 2 [pdf], Accessible at: <http://www.universitypress.org.uk/journals/ami/19-828.pdf>
- БФБ-София АД. (2010). Стратегия за развитие на БФБ-София АД до края на 2012 г. [pdf] София: БФБ-София АД, достъпно на: http://download.bse-sofia.bg/Press_releases/Strategyv_BSE_2010_2012.pdf.
- БФБ-София АД. (2012). Междинен доклад за дейността на Българската Фондова Борса–София АД през второто тримесечие на 2012 г. [pdf] София: БФБ-София АД, достъпно на: http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportDetails&lang=bg&extri_id=64330.
- БФБ-София АД. (2012). Национален кодекс за корпоративно управление. [pdf] София: БФБ-София АД, достъпно на: http://download.bse-sofia.bg/Corporate_governance/CGCode_Actual%20version_Bg_February_2012.pdf.
- Институт за икономически изследвания на БАН. (2012). Годишен доклад “Икономическо развитие и политика на България: оценки и очаквания”. Достъпно на: <http://www.iki.bas.bg/godishen-doklad-2012>
- Костенаров, К. (2012). Модификации на модела за оценка на капиталови активи, приложими на формиращи се капиталови пазари. Нов български университет, достъпно на: <http://www.nbu.bg/PUBLIC/IMAGES/File/departments/economics%20and%20business%20administration/events/RecenziaakademikPopchev.pdf>.
- Световна банка. (2011). Интеграция на капиталовия пазар и прилагане на Директивата за пазарите на финансови инструменти, българския опит. Доклад № 65823, [pdf] достъпен на: http://siteresources.worldbank.org/BULGARIAEXTN/Resources/305438-1224088560466/5477317-1323857392511/BG_MiFID_web.pdf.

- Стефанова, Ю. (2012). Интеграцията на капиталовите пазари в ЕС и възможни последици за българската финансова система – дисертация. Национален център за информация и документация, София.
- Стоянов, Б. (2011). Интеграция на българския пазар на акции в пазара на акции на ЕПС, [pdf],: УНСС, автореферат, достъпен на: <http://konkursi.unwe.bg/documents/94Avtoreferat%20Borislav%20Stoyanov.pdf>.
- Стратегическата рамка на Националната програма за развитие на Република България: България 2020, 2012, [pdf], София, Съвет за развитие към Министерски съвет, достъпна на: <http://www.strategy.bg/PublicConsultations/View.aspx?lang=bg-BG&Id=537>.
- Христова-Балканска, И. (2002). Новият финансов ред и формирането на европейското икономическо пространство. – Икономически изследвания, N 1.