

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

Анализирани са състоянието и тенденциите в развитието на българския капиталов пазар в контекста на процеса на присъединяване на страната към Европейския съюз. Извършено е сравнение на характеристиките на капиталовия пазар в България с пазарите в други страни в преход от Източна Европа. В резултат на анализа се достига до извода, че на сегашния етап капиталовият пазар в България е с ниска функционалност в смисъл, че не изпълнява задоволително нито една от функциите, които характеризират неговата роля в развитите пазарни икономики.

Застъпено е становището, че вследствие на ниската функционалност на капиталовия пазар се забавя растежът на икономиката и се подкопава реалната стойност на спестяванията. Аргументирано е виждането, че вече има признаци на съществен недостиг на финансови инструменти, подходящи за инвестиционния профил на институционалните инвеститори. Дискутирани са и възможните мерки за доизграждането и повишаването на функционалността на пазара, както и евентуалните негативни последици в случай, че такива не бъдат предприети.

JEL: E44; G1; G23

Капиталовият пазар е елемент от системата на пазари на всяка съвременна икономика. В развитите пазарни стопанства функциите на капиталовите пазари и тяхната роля в системата от пазари традиционно се разглеждат в три направления. Първо, те осигуряват финансиране на дългосрочния капитал за корпоративния и за публичния сектор на икономиката. Второ, дават възможност на инвеститорите за реализиране на техните финансови ресурси. Трето, формират един от външните механизми, които допринасят за ефективното управление на фирмите.

Какви са основните икономически ползи от развитието на капиталовите пазари за икономиките в преход? Трябва ли те да бъдат развивани паралелно и със същата степен на внимание както трудовите, паричните, стоковите пазари в процеса на изграждане на пазарни взаимоотношения в тези икономики? Или е възможно тяхното задържане за определено време на базата на разбирането, че те не са от първостепенна важност и изграждането им може да бъде временно отложено. Решаването на този кръг от въпроси е част от икономическата политика на страните в преход, вкл. и България, и от правилното им решение зависи бързината, с която страната ще успее да създаде действително функционираща пазарна икономика.

Ползите за държавите в преход от развиването на капиталови пазари накратко могат да се обобщят в четири основни пункта, отнасящи се до три групи субекти на икономиката. От гледна точка на производителите капиталовият пазар създава възможност за относително евтино дългосрочно финансиране. С това той подобрява достъпа на производителите до

финансови ресурси за реализация на инвестиционни проекти и намалява цената на капитала. Когато финансирането на производителите се осъществява чрез фондове за рисков капитал или чрез фондове за частен акционерен капитал, те получават и достъп до управленски и маркетингови умения, а често и до нови пазари. Това е важно за икономиките в преход, където цената на капитала обикновено е висока, а въпросите за достъп до нови пазари, до know-how и за икономическия растеж са централни.

От гледна точка на инвеститорите капиталовият пазар дава възможност за диверсификация на портфейлите. Наличието на такъв пазар предполага съществуването на съответните финансови инструменти, което означава по-широк кръг от инвестиционни възможности, по-висока възвръщаемост на инвестициите, намаляване на инвестиционния риск чрез свеждането му само до пазарния риск.

От гледна точка на спестителите капиталовият пазар предполага наличие на повече алтернативни инструменти за спестяване, респ. по-голяма конкуренция за техния финансов ресурс. Това от своя страна води до по-добри условия за спестителите и по-висока възвръщаемост на спестяванията. Ако се вземе предвид слабостта във финансово отношение на пенсионните и здравните системи в страните в преход, то става ясно, че е много съществен въпросът за ефективното използване на спестяванията (принудителни и доброволни), така че да се съхранява и да нараства реалната им стойност във времето.

И накрая от гледна точка на цялата икономика. Относително евтиното финансиране на инвестиционните проекти, което е свързано с капиталовия пазар, е фактор за осъществяване на растеж. По-добрите условия за спестяване от своя страна увеличават обема на тези, които осигуряват ресурсите за инвестиции и устойчив растеж. Освен това функциониращият капиталов пазар означава наличие на пазарна оценка на риска, което е от съществено значение за инвестиционния климат в страната и по специално за привличането на чуждестранни инвестиции – въпрос неизменно стоящ пред практически всички икономики в преход.¹

Наличието на изброените ползи показва недвусмислено необходимостта от развитието на капиталовия пазар в България. В противен случай, растежът на икономиката ще бъде по-бавен, защото фирмите ще имат по-малък достъп до инвестиционен капитал и финансирането им ще е по-скъпо поради липсата на сериозна алтернатива на банковото кредитиране, а реалната стойност на спестяванията в пенсионни и здравни

¹ Ползите от развитието на капиталовите пазари за развиващите се страни и за икономиките в преход са коментирани подробно в IFC (1996, с. 13-15). Необходимите характеристики, които трябва да притежават финансовите пазари на страните в преход (вкл. и капиталовите пазари), за да могат да изпълняват присъщите им функции в една пазарно ориентирана икономическа система, са изложени в *Stiglitz* (1992).

схеми ще бъде поставена под въпрос, защото няма да има достатъчно добри възможности за инвестиране извън банковите депозити и държавните ценни книжа. Освен това капиталовият пазар е част от системата на пазари на всяка модерна икономика. Тази система действа добре и ефективно, когато е в цялост, и ако България се стреми към съвременно пазарно ориентирано стопанството, то няма как въпросът за изграждане на добре функциониращ капиталов пазар да не стои на дневен ред. Така че въпросът е не дали, а кога да се работи целенасочено по неговото развитие и как това да се синхронизира с изграждането на действащи пазари в другите сектори на икономиката.

Направеният извод има съществено отношение и към процеса на присъединяването ни към ЕС, доколкото критериите за наличие на функционираща пазарна икономика включват и преценка на състоянието на капиталовия пазар. В Редовния годишен доклад относно напредъка на България в процеса на присъединяване (Комисия на европейските общности, 2001, раздел 2.3.) общата оценка според копенхагенските критерии е, че страната ни е близо до функционираща пазарна икономика. Тази мека форма на констатация, че у нас все още не е постигната такава, се обосновава с съществуването на нерешени проблеми в различни области. Като част от тях в доклада се подчертава, че инвестициите (частни и публични) са недостатъчни и че финансовото посредничество е на ниско равнище и е неефективно. Приведените аргументи в тази насока (раздел 2.2., с. 42) са ниската стойност на отношението на кредитите за частния сектор към БВП (едва 14.7% през 2000 г.), ниският дял на брутните инвестиции в БВП (16.6%), високите лихви и трудният достъп до дългосрочно кредитиране, както и големите маржове между лихвите по кредитите и лихвите по депозитите. Специално за капиталовите пазари (които са част от системата на финансово посредничество) оценката е, че те продължават да са недоразвити. Като аргументи в това отношение са посочени малките обеми на търговия, ниската капитализация на пазара, слабата ликвидност на котираните акции.²

Въз основа на критериите, които са използвани в Редовния доклад, сегашното състояние на българския капиталов пазар наистина не може да бъде определено по друг начин освен като недоразвито и незадоволително. Официалната част на пазара (борсовата търговия) за периода от началото на регулирането на този пазар³ до настоящия момент (1998-2001 г.) показва неблагоприятни тенденции (вж. табл. 1).

² Като други проблеми са изтъкнати още големият дял на извънборсова търговия и следващата от него липса на прозрачност на пазара. Тези недостатъци са преодолявани в началото на 2001 г. с приемането на регулативни мерки за задължително търгуване на книжата на публични дружества само чрез механизма на Българската фондова борса - София.

³ В периода 1992-1996 г. съществува спонтанно зародил се капиталов пазар, който бързо се разпада поради липсата на регулативна система и добра инфраструктура за търговия.

Таблица 1

Основни показатели за борсовата търговия в България

Показатели	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.*
Общ обем на търговията (млн. лв.)	214	134.3	133.6	162.1
Общ обем на търговията/БВП (%)	1.1	0.7	0.6	0.6
Пазарна капитализация (млн. лв.)**	1335.4	1373.1	1286.5	1104
Пазарна капитализация/БВП (%)	7.0	6.9	5.7	4.4
Общ обем на търговията/Пазарна капитализация (%)	16.0	9.7	10.1	14.6
Брой котираны дружества**	998	861	508	399
Относителен дял на блоковата търговия	28.4	61.7	70.1	71.4

* Данните за БВП са предварителни.

** Към края на годината.

Източник. Бюлетин на Българската фондова борса – София, НСИ.

Данните, представени на табл. 1., са достатъчно красноречиви. Те показват, че през 1998-2000 г. обемите на търговия са намалявали постоянно, като от 214 млн. лв. достигат до 133.6 млн. лв., което представлява спад от около 38%. През 2001 г. обемът на търговията се увеличава на 162.1 млн. лв., но тук трябва да се има предвид, че приведените данни отчитат борсовата търговия. За 2001 г. това е цялата търговия с акции на публични дружества. Но в периода до средата на 2000 г. регулативната среда допускаше и търговия извън борсата, която, макар и замислена като изключение, всъщност представляваше основната част от пазара.⁴ Ако и тази търговия бъде отчетена през периода 1998-2000 г. (което е невъзможно да се направи прецизно поради липса на данни за цените на тези сделки), то оценките са, че обемът за всяка година от този период би бил с около 30-50% по-висок. В такъв случай обемът на търговия за 2001 г. би се оказал най-нисък от целия разглеждан период. Съотнесен спрямо БВП, обемът на търговията също има тенденция към спадане и неговата стойност е устойчиво под 1%. Това е много малка стойност и именно този показател (повече, отколкото абсолютния обем на търговията) разкрива ниската степен на развитие на капиталовия пазар. Разгледан в сравнителен план, той е в границите на 10-30% за страните в преход, които са в първата група за присъединяване към ЕС, а за развитите пазарни икономики обикновено е над

⁴ По официални данни на Централния депозитар в периода от началото на 1998 г. до средата на 1999 г. извънборсово са изтъргувани акции, чийто брой надвишава с една трета този на изтъргуваните на БФБ-София (вж. *Петранов и Милър*, 1999, с. 28). След това тенденцията към доминиране на извънборсовата търговия се запазва и дори нараства. По неофициални оценки на участници на пазара и регулативни органи преди промяната на нормативната уредба в началото на 2001 г. броят на извънборсово търгуваните акции надвишава двукратно този на търгуваните по борсов път.

60%, като достига и над 100% за страни, в които финансовите пазари са особено добре развити.

Друга слабост, изтъкната в Редовния доклад, е ниското равнище на пазарната капитализация, показващо слабата оценка на инвеститорите за котираните дружества. Този индикатор също има тенденция към намаляване в разглеждания период в резултат основно от спадане на цените на акциите и в по малка степен - от затварянето⁵ на някои дружества. Отношението на пазарната капитализация към БВП, което отчита размера на капиталовия пазар спрямо мащаба и растежа на икономиката, също показва ясна тенденция към намаляване. От 7% в края на 1998 г. показателят спада до 4.4% в края на 2001 г. В същото време данните от табл. 2. показват, че за страните в преход, които са в първата група за присъединяване към ЕС, пазарната капитализация за 2000 г. е в границите на 28-51% от БВП. Единствено Румъния има сходна на България капитализация от 3%, докато осреднената стойност на този показател за страните от еврозоната е почти 90%. Съотношението между обема на търговията и пазарната капитализация, което се смята за показател за ликвидността на пазара, също сочи ниски стойности и от 16% през 1998 г. спада на 14.6% през 2001 г.

Таблица 2

Основни показатели за капиталовите пазари на страните-кандидатки за присъединяване към ЕС (2000 г.)

Страни	Капитализация/ БВП (%)	Оборот/ Капитализация (%)
България	5	11
Чехия	36	167
Естония	37	14
Унгария	51	124
Латвия	25	51
Литва	31	12
Полша	42	86
Румъния	3	21
Словакия	28	180
Словения	38	21

Източник. Deutsche Bank Research, 2001.

Според данните от табл. 2. за 2000 г. измежду всички страни - кандидати за присъединяване към ЕС, България е тази, чийто капиталов пазар е с най-ниска ликвидност.

⁵ Тук терминът затваряне се използва в смисъл на дружества, които изоставят статута на публични дружества.

Все по-голям дял от борсовите сделки се извършват чрез блокова търговия – нейният относителен дял в общия обем на търговията достига до 71.4% през 2001 г. Макар че се осъществява технически на борсата, блоковата търговия не е борсова в истинския смисъл на това понятие. Тя отразява единични сделки, свързани главно с процесите на концентрация на собствеността, които се осъществяват от стратегически, а не от портфейлни инвеститори. Цялостната картина на капиталовия пазар се допълва и от факта, че съществено намалява и броят на регистрираните за търговия на борсата дружества. От почти хиляда при откриването на БФБ-София през 1998 г. в края на 2001 г. този брой е спаднал на 399.

Както показват данните, неблагоприятното състояние на капиталовия пазар е в резултат от трайна за разглеждания период тенденция в неговото развитие. Тя не се пречупва, въпреки че от началото на 2000 г. действащият дотогава Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества е заменен с изцяло нов - Закона за публично предлагане на ценни книжа, който по своята структура и регламентация е във висока степен хармонизиран със съответното законодателство в Европейския съюз.

За тази негативна тенденция допринасят редица фактори. Едните са външните - кризата в Русия през 1998 г. и последвалото оттегляне на международните инвеститори от рисковите новосъздаващи се пазари. Много по-съществени обаче са вътрешните фактори. Преди всичко коренът на проблемите е в самия генезис на капиталовия пазар, който е създаден фактически на основата на масовата приватизация. В резултат от тази програма над хиляда дружества станаха публични по чисто административен път, без да имат съответната икономическа мотивация за това. Голямата част от тях изобщо и не притежават необходимите характеристики да бъдат истински публични дружества. По същия начин индивидуалните участници в програмата нямаха икономическата мотивация и съответното бизнес-отношение, за да могат да влязат в ролята на инвеститори и да оказват натиск като акционери. Много съществена роля изигра също и дезинтересирането на държавната икономическа политика от развитието на капиталовия пазар. Независимо от официално декларираните намерения за подкрепа и стимулиране на неговото развитие капиталовия пазар досега остава фактически встрани от активната икономическа политика. В резултат от това не се предприемат редица мерки, нужни за неговото насърчаване – допълнително подобряване на нормативната среда и особено право-прилагане, равностойно данъчно третиране на институционалните инвеститори, активно използване на фондовата борса в процеса на приватизация, по-добра защита на правата на акционерите, подобряване на корпоративното управление.

Разгледаните показатели (обеми, капитализация, ликвидност), които се използват за оценка на капиталовия пазар в Редовния доклад, са всъщност следствие от неговата слаба функционалност, което обуславя ниската им

стойност. Проблемите се коренят в това, че нито една от функциите, които характеризират мястото и ролята на капиталовия пазар в цялостната система на пазари - възможност за небанково набиране на инвестиционен капитал, алтернатива за инвеститорите и външен механизъм за ефективно корпоративно управление, не е добре изпълнявана сега в България.

По отношение на възможностите за набиране на дългосрочен капитал фактите са следните: До този момент няма осъществено нито едно първично публично предлагане на акции на нови емитенти. Вярно е, че бяха осъществени редица емисии на допълнителни акции на публични емитенти за увеличаване на капитала им, но почти във всички случаи това се свързва не толкова с набиране на инвестиционен капитал, колкото със стремеж да се преформатират отношенията между основните акционери или да се размие миноритарното участие. В същото време само през 1998 г. полски дружества са набрали чрез първично публично предлагане на Варшавската борса акционерен капитал в размер от над 1 млрд. щ. дол.⁶

Не по-добро е състоянието и по отношение на набирането на инвестиционен капитал чрез емитиране на корпоративни облигации. Към края на 2001 г. обект на публична търговия са едва 6 емисии от корпоративни облигации. За целия разглеждан период от четири години емисиите, които са пласирани чрез публично предлагане, са само 4, други 2 емисии на ипотечни облигации са пласирани частно и впоследствие са регистрирани за търговия на фондовата борса. Общият обем на тези емисии по номинална стойност е равен на 12.7 млн. лв., което представлява едва около 0.6% от размера на инвестиционните кредити, които търговските банки са отпуснали на частния сектор. Дори и към този обем да бъде прибавен и корпоративният дълг, който се търгува непублично (57.5 млн. лв.),⁷ картината не се променя съществено. С тази корекция номиналната стойност на корпоративните дългови книжа е под 3.5% от инвестиционния кредит, отпуснат от банките на частния сектор, и съответно около 1.9% от общия размер на кредита от търговските банки към нефинансовите институции. При това тук е необходимо да се отчита, че банките все още до голяма степен се въздържат от дългосрочно кредитиране, а лихвите по заемите са относително високи. Това са обстоятелства, които би трябвало да мотивират фирмите да се стремят към дългосрочно финансиране именно чрез емитиране на акции или облигации.

По принцип бариерите за приемане за търговия на корпоративни ценни книжа на БФБ-София са много ниски, но въпреки това на борсата няма приток на нови фирми, а повечето от вече регистрираните се стремят под една или

⁶ Сравнителен анализ на развитието на капиталовите пазари в Чехия и Полша може да бъде видяно в *Johnson, Shleifer* (1999). В това сравнение възможността да се набира финансов ресурс чрез капиталовия пазар се разглежда като основен критерий за успешно развитие.

⁷ Оценката е на базата на Програмата за емитиране на краткосрочен дълг на "Солвей-Соди" и облигационните емисии на "Доверие" и "Албена", които не се търгуват публично на борсата, но са добре известни на инвеститорите.

друга форма да не търгуват на борсата. Проблемът е в това, че липсват стимули за участие в капиталовия пазар, тъй като то е относително скъпо, а дружествата не виждат възможност за набиране на допълнителен капитал чрез борсата.

Анализираните факти показват, че на този етап капиталовият пазар не изпълнява функцията да бъде реален източник на дългосрочно финансиране за фирмите, алтернативен на банковата система. Отсъствието на такава функция води до затруднен достъп на частния сектор до инвестиционен ресурс, до монополна сила на банките при предлагането на кредити, до относително висока цена на капитала, до малък обем на инвестициите в икономиката и в крайна сметка - до забавен растеж.

Втората функция на капиталовия пазар в развитите икономики е свързана с възможностите за инвестиции и спестяване. Тук ситуацията също е неблагоприятна. През последните години в България се основаха, организираха и развиха редица институционални инвеститори. След реформите в системите на осигуряването и на застраховането в тях вече са акумулирани и продължават да се акумулират значителни финансови ресурси. Възможностите за инвестирането им имат пряко отношение към ефективността от дейността на тези институции. Ако за тях съществуват добри инвестиционни алтернативи, това ще означава съхраняване и увеличаване на стойността на спестяванията за пенсии, по-добро здравно обслужване и по-ниски застрахователни премии. И обратно, ако не се намерят благоприятни инвестиционни алтернативи, стойността на спестяванията за пенсии ще бъде подкопана от инфлацията, здравното обслужване ще страда от хроничен финансов дефицит, а застрахователните премии ще са относително скъпи.

Обемите на акумулирани средства в сектора на допълнителното (доброволно и задължително) пенсионно осигуряване след неговото нормативно и институционално реформиране са посочени на табл. 3.

Таблица 3

Общ размер на активите на пенсионните фондове (млн. лв.)

	30.6.2000	31.12.2000	31.03.2001	30.6.2001	30.09.2001
Доброволни ПФ	65.4	86.6	91.9	103.4	115.3
Професионални ПФ	0.0	0.0	0.0	23.8	38.8
Общо	65.4	86.6	91.9	127.2	154.1
Темпове на нарастване (%)		32.4	6.1	38.4	21.1

Източник. Бюлетин на Държавната агенция за осигурителен надзор, №1-4, изчисления на автора.

Данните показват, че за период от само 18 месеца тези средства са нараснали повече от двукратно – от 65.4 млн. на 154.1 млн. лв. Необходимо е

да се отбележи, че приведените данни не отчитат средствата, които се натрупват в универсалните фондове, тъй като записването в тях приключи в края на септември 2001 г. и все още няма публично достъпна информация.

Ясно е, че пенсионната система бързо ще натрупа съществен за мащабите на българската икономика финансов ресурс заради задължителния характер на професионалните и универсалните фондове и данъчните облекчения, които се предоставят при доброволните фондове. Към 30.09.2001 г. в тях се осигуряват 450 хил. човека, които правят вноски за около 40 млн. лв. годишно. Към същата дата в професионалните фондове се осигуряват около 120 хил. човека, като очакваните вноски за над 50 млн. лв. годишно. Според прогнозите на пенсинноосигурителните компании⁸ в края на 2002 г. в доброволните пенсионни фондове ще се акумулират активи на обща стойност от около 190 млн. лв., а в края на 2003 г. - от около 277 млн. лв.⁹

Очакванията обаче са, че най-бързо ще се натрупа финансов ресурс в универсалните фондове поради задължителния им характер.¹⁰ От 2002 г. над 1 100 000 граждани трябва да се осигуряват в универсални фондове, като тази бройка се очаква да нараства ежегодно с 40-50 хил. поради навлизането на нови лица в съответния контингент. Прогнозите, базирани на демографски и икономически фактори, сочат, че универсалните фондове ще натрупат около 200- 230 млн. лв. до края на 2003 г. и 600-650 млн. лв. до края на 2005 г. По този начин общо в системата на допълнителното пенсионно осигуряване може да се очаква до края на 2003 г. да се акумулира финансов ресурс около 500-600 млн. лв., който да расте ежегодно с 200-250 млн. лв. В края на 2005 г. размерът на този ресурс може да доближава 1 млрд. лв.¹¹ Ако този ресурс не може да бъде инвестиран със съответна добра възвръщаемост, то той постоянно ще губи от стойността си във времето и няма да е в състояние да осигури нормално равнище на пенсиите.

На сегашния етап практически целият ресурс на допълнителната пенсионна система се инвестира в български държавни ценни книжа (ДЦК) и банкови депозити (вж. табл. 4). Това се дължи на недостатъчните инвестиционни алтернативи, неразвитостта на капиталовия пазар и съответно липсата на подходящи финансови инструменти, които да отговарят на инвестиционния профил на пенсионните фондове.

⁸ Вж. Бюлетин на ДАОН, бр. 1, 2001.

⁹ Според разчети на Асоциацията на дружествата за допълнително пенсионно осигуряване в края на 2005 г. в доброволните фондове ще се натрупат 600-650 млн. лв.

¹⁰ С пенсионни вноски за универсален фонд задължително се осигуряват всички граждани, родени след 31.12.1959 г.

¹¹ Ако се реализира тази прогноза, то активите на пенсионните фондове, макар и впечатляващи по размер, ще бъдат все още 1.5-3% от БВП. За сравнение активите на пенсионните фондове по отношение на БВП са 59.1% в САЩ, 44.7% в Япония и 20.3% средно за страните от Европейския съюз.

Таблица 4

Структура на инвестициите на институционалните инвеститори (%)

	Активи на пенсионните фондове към 30.09.2001 г.		Застрахователни резерви към 31.12.2000 г.	
	Доброволни	Професионални	Общо застраховане	Живото-застраховане
Парични средства	2.3	1.3	0.0	0.0
Банкови депозити	32.2	36.8	53.1	15.9
ДЦК	50.1	57.6	38.7	70.7
Общински облигации	7.4	1.1	0.4	0.3
Корпоративни книжа	1.2	0.0	1.6	3.3
Недвижимо имущество	4.8	3.2	6.2	9.7
Други инвестиции	1.9	0.0	0.0	0.2
Общо	100.0	100.0	100.0	100.0

Източник. Държавна агенция за осигурителен надзор, Дирекция застрахователен надзор.

Докато 82 и 94% от активите съответно на доброволните и професионалните фондове са инвестирани в банкови депозити и ДЦК, само 1 и 0% са инвестирани в корпоративни ценни книжа. Доколкото ги има, те са облигации, а акции практически липсват, както и инвестиции в чуждестранни активи. Общинските облигации също са много малки като дял - съответно 7 и 1%, но този дял ще намалява още, тъй като това са облигациите на община София, които се падежират в средата на 2002 г. и които няма с каква друга общинска емисия да бъдат заменени в портфейлите на фондовете. За сравнение инвестициите в акции на пенсионните фондове в САЩ са 50-55% от техните активи, а в Япония и средно за страните от ЕС този дял е малко по-нисък, но все пак е много съществен – 30-35%. Общият дял на корпоративните ценни книжа (акции и облигации) в портфейлите на пенсионните фондове в САЩ е 60-70%, а в ЕС - стабилно над 50%. Реализираното сега разпределение на инвестициите на системата за допълнително пенсионно осигуряване в България не може да се смята за добро от гледна точка на спестителите, тъй като, макар и нискорисково, то води до твърде малка доходност, която не може да компенсира инфлацията.

Разпределената доходност по индивидуалните партии на осигурените лица в отделните пенсионни фондове за 2000 г. е показана на табл. 5. За всички пенсионни фондове доходността е над средната лихва по депозитите за годината - 4.2%, но само два фонда са успели да постигнат доходност, която да надвишава инфлацията на потребителските цени (11.4%). Останалите фондове отрицателна реална доходност на спестителите и по този начин не са съхранили стойността на събраните финансови ресурси.

Таблица 5

Разпределена доходност на осигурените лица

ПФ	Доходност (%)	Пазарни дялове*	Реална доходност (%)
“Доверие”	6.3	0.22	-5.10
“Съгласие”	7.1	0.05	-4.30
БПОД	11.7	0.11	0.30
“Родина”	9.2	0.04	-2.20
“Алианц”	10.7	0.52	-0.70
“Ай Ен Джи”	13.8	0.02	2.40
“Нютон Сила”	5	0.02	-6.40
“Лукойл Гарант”	па	0.01	па

* На базата на обема управлявани активи към 31.03.2001 г.

Източник: ДАОН, Бюлетин №.2, изчисления на автора.

Среднопретеглената доходност на всички фондове на база размера на активите, които управляват, е 9.2%, което също е по-малко от темпа на нарастване на цените. Това означава, че цялата пенсионна система е загубила в реално изражение 2.2% от активите на спестителите, или в абсолютно изражение реалната стойност на тези спестявания е спаднала с около 2 млн. лв. само за първата една година от нейното функциониране. Обратно, например в Полша акциите заемат около 25% от инвестиционния портфейл на пенсионните фондове, облигациите - около 50%, а държавните ценни книжа - едва под 10%. В резултат от това през 1999 г. пенсионните фондове там отчитат средна номинална доходност от 25% и съответно средна реална доходност от 15% (вж. Бюлетин №3, ДАОН).

Подобно е и положението в застрахователния сектор, който показва динамично развитие през последните години – нарастват приходите от премии, увеличават се активите на сектора, както и резервите на застрахователните компании. Съответно на това нарастват и нуждите на последните от финансови инструменти, подходящи за тях, така че да могат да инвестират и да запазват стойността на резервите си. На табл. 6. е показана динамиката на общия размер на активите и на застрахователните резерви на дружествата от сектора. Тя е силно възходяща и може да се очаква, че ще се запази такава в следващите няколко години, защото равнището на застрахователно проникване в България (отношение между brutния премиен приход на сектора и brutния вътрешен продукт), както и застрахователната плътност (brутен премиен приход в сектора на човек от населението) са все още относително ниски.¹²

¹² Застрахователното проникване в САЩ е 8.5%, а средно за страните от ЕС - 7.3%. За страните в преход, които са в първата група за присъединяване към ЕС този показател варира в

Таблица 6

Основни показатели за застрахователния сектор в България

	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Размер на активите	359.0	439.6	544.2	615.7
Общо застраховане	165.0	261.4	355.9	419.2
Животозастраховане	194.0	178.2	188.3	196.5
Нарастване на активите (%)		22.5	23.8	13.1
Инвестирани застрахователни резерви	148.1	173.2	182.2	206.8
Общо застраховане	39.6	86.4	103.2	133.6
Животозастраховане	108.5	86.8	79.0	73.2
Нарастване на резервите (%)		16.9	5.2	13.5
Застрахователно проникване (%)	1.0	1.1	1.4	1.5
Застрахователна плътност (лв.)	19.9	28.2	37.8	47.6

Източник. Дирекция "Застрахователен надзор", Годишник.

Натрупващите се в застрахователния сектор финансови ресурси също трябва да намерят подходящи инвестиционни инструменти, в противен случай икономическият му успех ще бъде поставена под заплаха. Засега такива инструменти не са налице, както се вижда от разпределението на инвестициите на сектора (вж. табл. 4). Повечето от резервите (85-90%) са инвестирани в банкови депозити и ДЦК и практически липсват други финансови инструменти. По-големият размер на банковите депозити в сравнение с пенсионните фондове е нормален поради спецификата на застрахователите като институционални инвеститори - по-голямата нужда от ликвидност, особено при имущественото застраховане. Но извън това всичко се свежда отново до ДЦК, докато в страните от ЕС застрахователните компании инвестират в тях само 20-30% от резервите си, а в корпоративни ценни книжа - поне 40-50%.

Състоянието на разгледаните сектори показва, че вече има явно несъответствие между нуждите на институционалните инвеститори от подходящи инвестиционни инструменти, от една страна, и състоянието на капиталовия пазар, от друга. Това показва, че на този етап той не изпълнява и втората си функция - да предлага набор от възможности за финансови инвестиции, защото не е възможно да се разчита само на ДЦК за задоволяване на нуждите на институционалните инвеститори. Причините за това са две. Първата е, че ако се реализира акумулирането на прогнозирания финансов ресурс в пенсионните фондове, то наличните ДЦК ще се окажат недостатъчни като обем. И второ, ако институционалните инвеститори не инвестират в корпоративни книжа, а само в ДЦК, то те няма да могат да осигурят достатъчна доходност на спестяванията.

границите 2.3-3.7%. Застрахователната плътност, измерена в щатски долари, е съответно 2571 в САЩ, 1587 средно за страните в ЕС и 93-340 за страните в преход (вж. OECD, 1999).

За периода след въвеждането на валутния борд общият размер на ДЦК, емитирани за финансиране на бюджетния дефицит, е нараснал от 807.7 млн. лв. в края на 1997 г. до 1077.2 в края на 2001 г.,¹³ като голямата част от тях (76%) всъщност се държат от търговските банки. Същевременно ДЦК от близо 1 млрд. лв. ще трябва само за пенсионните фондове вероятно още през 2004-2005 г. Отделно за търговските банки ще са нужни ДЦК в обем, който ще е 2-3 пъти по-голям. Те ще бъдат необходими също за портфейлите на застрахователните компании, както и на другите институционални и неинституционални инвеститори. Например във Фонда за гарантиране на влоговете в банките, който по закон инвестира само в ДЦК, към края на 2001 г. са натрупани 138 млн. лв., като тази сума ще продължи да расте пропорционално на растежа на банковия сектор. НЗОК има резерви, надхвърлящи в края на 2001 г. 700 млн. лв.,¹⁴ които също ще продължат да растат.

Представените аргументи показват, че ако натрупването на финансов ресурс в пенсионните фондове и в другите институционални инвеститори се реализира в размери, близки до очакваните, и ако растежът на банковия и на застрахователния сектор продължи със сегашните темпове, то ще се получи съществен дефицит на ДЦК. Само за пенсионните фондове годишно ще бъдат необходими нови ДЦК в размер на 200-250 млн. лв., а приблизително поне два пъти повече ще са нужни на останалите институционални инвеститори. В същото време средногодишната нетна емисия за финансиране на бюджетния дефицит през последните четири години е била едва около 67.5 млн. лв. По-големи емисии нито са нужни, нито са възможни в условията на валутен борд и фискална политика със стремеж към нисък бюджетен дефицит.

По отношение на третата функция на капиталовия пазар – да служи като външен механизъм за подобряване ефективността на корпоративното управление, ситуацията също не е благоприятна. Слабостите в нормативната база и особено в правоприлагането, липсата на опит и ресурси в регулиращите институции, формираният се модел на концентрирана собственост,¹⁵ както и пасивната роля на държавата по отношение на развитието на капиталовия пазар, дадоха възможност да се създаде среда, която мотивира извличането на частни ползи от мениджърите или от част от акционерите за сметка на фирмите или на останалите акционери. Такава среда е устойчива и самата тя води допълнително до силно възпрепятстване на функционалното развитие на пазарите на корпоративни ценни книжа и спъва това на финансовите пазари.¹⁶

¹³ Вж. Държавен дълг, Министерство на финансите, за съответните години.

¹⁴ Резервите на НЗОК сега се управляват от БНБ и се инвестират в чуждестранни държавни ценни книжа.

¹⁵ Противоречията между модела на концентрирана собственост в България и капиталовия пазар са изтъкнати от Чупев (2000, с. 52-53).

¹⁶ За по-подробна дискусия на тези проблеми вж.: *La Porta, Lopez-de-Salinas, Shleifer* (1999), *Rajan, Zingalis* (1998), Петранов (2000).

При сегашното си състояние капиталовият пазар не може да служи като външен механизъм за корпоративен контрол и управление. Това се доказва от множеството проблеми, свързани с правата на миноритарните акционери, с работата на органите за управление, с разкриването на информация, които се проявяват в публичните дружества. До тази констатация се стига и в няколко изследвания за връзката между корпоративното управление и капиталовия пазар в България. (вж. Bates, Cook, 2000, р. 6; ЦИД, 1999, с. 19-20; Прохазка, 1999, с. 13-14).

В същото време през последните години в ЕС се наблюдава все по-ясно изразена тенденция към "секюритизация на финансите". Европейските компании във все по-голяма степен финансират операциите си чрез емитиране на ценни книжа вместо чрез банкови заеми. Инструментите на паричния пазар, корпоративните облигации, венчърният капитал и публично търгуваните акции имат тенденцията да изместват съществено банковите депозити като средство за спестяване и банковите заеми като източник на финансиране за фирмите. Тази тенденция се засилва и от преминаването към единна валута. За дванадесетте страни-членки на Европейския монетарен съюз общата валута елиминира националните ограничения активите на пенсионните и застрахователните компании да се инвестират в същите валути, в каквито са пасивите. По подобен начин въздейства и отпадането на транзакционните разходи, свързани с обмен на валути, както и отпадането на риска от курсови разлики. В резултат от тази тенденция обемът на пазарите на ценни книжа рязко нараства. През 1995 г. фирмите в ЕС са емитирали корпоративни облигации на стойност от 50 млрд. дол., а през 2000 г. - от 200 млрд. дол.¹⁷ Такава годишна емисия представлява около 2.5% от БВП на Съюза, а общата стойност на облигациите, търгувани в еврозоната сега е приблизително равна на БВП, който се произвежда в нея. Подобни са фактите и във всички останали аспекти на капиталовите пазари – в общия размер на активите на домакинствата рязко намалява делът на банковите депозити за сметка основно на корпоративни ценни книжа, нараства броят на индивиди и организации, инвестиращи в такива книжа, увеличават се средствата, които се набират чрез първично публично предлагане на акции,¹⁸ капитализацията на пазарите расте с изпреварващи темпове спрямо икономиката.¹⁹ Според Pozen (2001, с.9-10) тази тенденция е толкова силна и важна за бъдещето на европейската икономика, че той я определя като "драматична промяна..., която открива пътя към нарастване на

¹⁷ Тези данни се отнасят само до облигации, които се определят като "инвестиционен клас" според класификацията на Стандарт енд Пуурс. Обемът на т.нар. "junk bonds" за същия период нараства трикратно - от 4 млрд. на 12 млрд. дол.

¹⁸ През 2000 г. чрез първично публично предлагане на акции е набран рекорден размер капитал от 47.1 млрд. дол.

¹⁹ Общата капитализация на пазарите на страните от еврозоната представлява около 90% от размера на техния БВП.

конкуренцията, по-голяма пазарна дисциплина, по-ниска цена на капитала и по-голяма прозрачност на фирмените финанси”.

На този фон българският капиталов пазар трудно може да се определи по някакъв друг начин освен като нефункционален. Ако това негово състояние продължи, то ще има определено негативни последствия за националната икономика. Преди всичко фирмите в страната няма да имат възможности за широк достъп до относително евтин външен инвестиционен капитал. При ниската склонност за инвестиционно кредитиране на банковата система фирмите ще трябва да разчитат основно на вътрешни ресурси от реинвестиране на печалбата, което ще ограничава икономическия растеж. Голяма част от спестяванията неизбежно ще се насочат в чужбина и по този начин в крайна сметка ще кредитират развитието на чужди икономики. Вече редица инвестиционни посредници в България предлагат на клиентите си възможности за директно или индиректно инвестиране на основните капиталови пазари – Франкфурт, Ню-Йорк и Лондон. Фактът, че броят на тези посредници нараства, показва, че те оценяват благоприятно перспективата да имат достатъчно оборот, за да направят немалко разходи, инвестирайки в лиценз за международни операции от Държавната комисия по ценните книжа и в търговски контакти на съответните борси. Само малка вариация на този процес е развитието на търговия с български депозитарни разписки на БФБ-София. По същество подобна търговия не се различава от директното инвестиране на международните капиталови пазари. Рано или късно тази част от спестителите, която има склонност да спестява и под формата на финансови активи, различни от банкови депозити, ще се ориентира и ще се насочи към международните пазари. Ще бъде много трудно (или дори невъзможно) се преодолее тази тенденция в условията на достатъчно либерализираната и продължаваща да се либерализира българска финансова система.

В трудно положение ще бъдат поставени и институционалните инвеститори - пенсионни и здравни фондове, застрахователни компании, които също оперират със спестяванията на своите клиенти. Техните финансови ресурси ще кредитират държавните разходи, ако продължат значителните рестрикции за инвестициите им чужбина, или съответно ще кредитират чуждестранни фирми, ако тези рестрикции бъдат разхлабени и се насочат към международните пазари. Но така или иначе финансовите им ресурси няма да са насочени основно към инвестиции в реалния сектор, което ще доведе до недостиг на ресурси за икономическото развитие на страната. Ако инвестициите на институционалните инвеститори останат предимно в ДЦК, както са сега, има опасност реалната стойност на спестените ресурси да не се запазва и да намалее във времето.

По отношение на корпоративното управление неразвиването на капиталовия пазар означава, че няма да има висока степен на публичен контрол, на разкриване на информация и прозрачност на операциите на

фирмите, а ще се открият широки възможности за трансферно ценообразуване и манипулиране на финансовите резултати.

Изтъкнатите проблеми налагат извода, че вече е необходимо да се предприемат активни мерки за доизграждането на капиталовия пазар в България. Моментът е подходящ поради натрупването на финансов ресурс в институционалните инвеститори, което може да стимулира търсенето,²⁰ и поради възможна приватизационна политика, която да стимулира предлагането. В противен случай и малкото спестявания и инвестиции ще продължават да изтичат (вече не само чрез банковата система) извън рамките на българската икономика, а предприятията няма да имат възможност да набират инвестиционен капитал.

Мерките за доизграждане на функциониращ капиталов пазар трябва да са широкоспектрни и да включват преди всичко такива области като: подобряване на институционалната среда, усъвършенстване на търговската инфраструктура (вкл. и чрез регионално интегриране²¹), промяна в приватизационната политика, както и в стратегията за управление на фирмите, които ще останат държавни. На този етап са възможни редица конкретни управленски мерки, които да повишат функционалността на пазара. За *стимулиране на предлагането* такива мерки могат да бъдат:

- за определени подходящи дружества да се приложат приватизационни стратегии, които да предполагат, че акциите им (или част от тях) ще бъдат свободно търгувани на борсата;
- определени подходящи дружества (предимно инфраструктурни), които ще останат държавни, да възприемат статут на публични дружества и да предложат част от акциите си за търгуване на борсата;
- подходящо нормативно регулиране и административно улесняване на процеса на емитиране на облигации от общините;
- намаляване на разходите, свързани с емитиране на ценни книжа и с поддържане на статута на публично дружество.

За *стимулиране на търсенето* мерките могат да включват:

- подобряване защитата на правата на акционерите и кредиторите както чрез усъвършенстване на нормативната база, така и особено важно чрез практическото правоприлагане;
- изравняване на данъчното третиране на отделните финансови инвестиции.

²⁰ Според Vitas (1998, p. 18) определен политически ангажимент към институционалните инвеститори може да се превърне в силен стимул за развитие на пазара на ценни книжа.

²¹ Според главния икономист на Европейската банка за възстановяване и развитие В. Буйтер изискванията за ликвидност, прозрачност и ниски транзакционни разходи означават, че в бъдеще ще има по-малко национални пазари. Тенденцията към сливане на борсите в ЕС вече ясно се проявява. През 2001 г. естонската борса в Талин беше продадена на Helsinki Exchanges Group, която притежава борсата в Хелзинки, имаща 198 пъти по-голям оборот от тази в Талин. Много анализатори са на мнение, че дори и най-развитите борси в страните в преход (като тези в Будапеща и Прага) нямат бъдеще, ако не се обединят.

*

На сегашния етап капиталовият пазар в България по същество не изпълнява нито една от характерните функции, които той има в развитите икономики. В страната има изградена относително добра нормативна и институционална база - съответно Закон за публично предлагане на ценните книжа, Държавна комисия по ценните книжа, Централен депозитар и Българска фондова борса – София. Независимо от това обаче пазарът е с много ниска функционалност. Тук не става дума за формални признаци като обем, ликвидност, търговска инфраструктура или ефективност на този пазар, а за неговата функция по същество, т.е. за ролята му в системата на пазарното стопанство. Сега той не служи за набиране на инвестиционен капитал за фирмите, не предлага възможности за финансови инвестиции на институционалните инвеститори и няма роля на външен механизъм за корпоративен контрол. Капиталовият пазар служи до голяма степен само за концентриране и реструктуриране на собствеността, което е процес, ограничен във времето. В резултат фирмите не могат да набират инвестиционен капитал, цената на капитала е висока, независимо от голямата ликвидност на финансовата система и на банковата система в частност. Институционалните инвеститори са принудени да инвестират само в ДЦК, което води до повишеното им търсене. Това е изгодно за бюджета на страната, защото прави обслужването на държавния дълг евтино, но то е за сметка на липсата на финансов ресурс за развитие на фирмите, както и за сметка на реалната стойност на спестяванията.

Всичко това налага необходимостта от добре обмислени мерки за изграждането на функциониращ капиталов пазар в страната. В противен случай неизбежната в пазарни условия среща между спестяванията и инвестициите може да се реализира извън условните граници на българската икономика.

Използвана литература:

Държавната агенция за осигурителен надзор. Бюлетин, бр. 1-4, 2001.

Дирекция "Застрахователен надзор". Годишник, 2000.

Комисия на европейските общности. "Редовен доклад за напредъка на България в процеса на присъединяване", Брюксел, SEC (2001) 1744, 2001.

Министерство на финансите. Държавен дълг, 1997-2001.

Петранов, Ст. Концентрация на капитала в публичните дружества, защита на интересите на инвеститорите и капиталов пазар в България: 1997-1999. - Икономическа мисъл, N 5, 2000.

Петранов, Ст., Дж. Милър. Българският капиталов пазар в контекста на присъединяването към Европейския съюз. Център за изследване на демокрацията, С., 1999.

Прохазка, М. Приоритетни проблеми на корпоративното управление в България. – В: Корпоративно управление и контрол в България. Център за изследване на демокрацията, С., 2000.

Център за изследване на демокрацията. Политика за развитие на съвременно управление и контрол в акционерните дружества в България. С., 1999.

Чупев, П. Структура на корпоративния контрол в предприятията от масовата приватизация. – В: Корпоративно управление и контрол в България. Център за изследване на демокрацията, С., 2000.

Bates, J., J. Cook. Bulgaria: Country Assessment of Corporate Governance. - Internal Research Report, The World Bank, 2000.

Deutsche Bank Research. Security Markets: Huge Gap Difficult to Close Soon, 2001.

International Finance Corporation, Investment Funds in Emerging Markets, 1996.

Johnson, S., A., Shleifer. Coase and Coasians: The Regulation and Development of Capital Markets in Poland and The Czech. MIT and Harvard Universities, 1999.

La Porta, R., F. Lopez-de-Salinas, A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World. - Journal of Finance, N 54, 1999.

OECD, Sigma Journal, N 3, 1999.

Pozen, R. Continental Shift: The Securitization of Europe. - Foreign Affairs, 2001, Vol. 80, N 3.

Rajan, R., L. Zingalis. Financial Dependence and Growth. - American Economic Review, 1998, N 88.

Stiglitz, J.E. The Design of Financial Systems for the Newly Emerging Democracies of Eastern Europe. In: Christopher Clague and Gordon Rausser. The Emergence of Market Economies in Eastern Europe. Blackwell, Cambridge, Mass., 1992.

Vitas, D. Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First? Development Research Group, The World Bank, 1998.

29.III.2002 г.