

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ - ЕЛЕМЕНТ НА ФИНАНСОВАТА СИСТЕМА

Ас. д-р Емил Калчев
Нов български университет - София

Капиталовият пазар в България не само търпи бурно развитие, доближавайки по някои параметри развитите капиталови пазари, но той е и важен мотор за развитието на пазарната икономика у нас. На фона на успехите му се поставят и редица въпроси, на които нито практиката, нито теорията в България е дала отговори. Може дори да се твърди, че в това отношение теорията (за добро или лошо) е длъжник на практиката, която успешно напипва пулса на капиталовите пазари в Югоизточна Европа и с помощта на държавата осъществява развитието на такъв пазар и у нас.

В този доклад ще бъде направен опит капиталовият пазар да бъде поставен в подходяща концептуална рамка, от която изникват съществени теоретични проблеми, свързани с мястото и перспективите му за развитие в българската финансова система и икономика. Разбира се, тук не е възможно да поставим всички въпроси, а още по-малко да дадем изчерпателни отговори. Целта ни е да прибавим само няколко щриха към тази проблематика, а останалите ще оставим на дискусията и по-нататъшните научни изследвания.

Теоретична постановка

Не може да бъде оценена ролята на капиталовия пазар в една икономика без да бъде очертана финансовата ѝ система, от която той е по-голяма или по-малка част. Финансовата система от своя страна е сложен и трудно обозрим феномен, който обхваща не само *финансовия сектор*, както често се смята, но и *системата за корпоративно управление* и *системата от стратегии на предприятията*, характерни за тази икономика.¹ Въпреки че доминиращата неокласическа доктрина в голяма степен загърбва особеностите и динамиката на *различните* финансови системи, в тази насока са познати някои задълбочени и убедителни изследвания.²

¹Така напр. OECD: National Systems for Financing Innovation, Paris, 1995.

²Напр. Merton, R.C., Z. Bodie. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in Crane, D. B. et al. (eds.). The Global Financial System. A Functional Perspective. Boston, Harvard Business School Press, pp. 3-31.

Не може да приравним финансовата система на постсоциалистическа България с действащата в англо-американския свят, на база на която е построена и неокласическата доктрина. Следователно, ако искаме да подходим правилно към оценката на капиталовия пазар у нас, е по-добре да възприемем специфичен подход.

Схващайки финансовата система като съвкупност от три взаимосвързани елемента, трябва да подчертаем, че от ключово значение за ефективността на нейното функциониране е тези елементи да се намират във *вътрешно съответствие* един с друг. Само тогава финансовата система е в равновесие и работи оптимално. Не само интуитивно може да се предположи, че в действащите финансови системи на развитите страни тези елементи се намират в такова съответствие, но това обстоятелство се доказва и емпирично.³

Първият елемент на финансовата система - **финансовият сектор**, предоставя на останалите сектори от националната икономика средства за инвестиции и финансиране, както и свързани с тях услуги.⁴ Най-общо той се състои от банковата система, небанковото финансово посредничество и капиталовия пазар, който често се идентифицира с фондовите борси.

За да изведем същността на главните компоненти на капиталовия сектор, нека се обърнем към главните фактори, влияещи на предприятията при избора на източник за финансиране. Те най-ясно се илюстрират от постановката за разпределяне и преработване на информация. Според нея са налице две (поляризирани) алтернативи - *екстернализиране* и *интернацизиране* на вътрешнофирмена информация.

Пример за екстернализиране е информирането на заинтересованите групи относно имуществото, печалбите, важните персонални и стратегически решения на предприятието. Обратно, интернализиране е налице, когато предприятието не предоставя или само определя каква информация да предоставя.

Ползите от екстернализирането се заключават, на първо място, в реакцията на ценовия механизъм. Например, предприятието оповестява иновативен проект, което се отразява в цените на акциите, и с това позволява на мениджмънта да сравни своите очаквания с тези на публиката, вследствие на което проектът може да бъде форсиран или отхвърлен. На второ място, намалява се информационната асиметрия

³ Hackethal, A., R. H. Schmid. Finanzsystem und Komplementarität. Universität Frankfurt, 2000.

⁴ Напр. Матеев, М. Капиталовите пазари в условията на преходна икономика. Българска асоциация по макроикономика. С., 2005, с. 2.

между предприятието и инвеститорите, което съдейства за повишаване ликвидността на капиталовия пазар. На трето място, поради постигнатата прозрачност се минимизират конфликтите между принципал и агент и така, четвърто, предприятието има по-лесен и широк достъп до финансови средства.

Информация за проекта получава обаче и конкуренцията, което може (в екстремен сценарий) да го обезсмисли и е сериозен аргумент срещу предоставянето на вътрешнофирмена информация. Към него се прибавя и обстоятелството, че регулярното подаване на информация навън е скъпо за предприятията.

Ползите и загубите от интернализация на вътрешнофирмена информация са огледален образ на тези при екстернализацията ѝ.

Тези два полюса предполагат и съответно организиране на средата, в която оперират предприятията: екстернализацията се нуждае от механизъм, който максимално добре агрегира и преработва информация, т.е. от организиран капиталов пазар; интернализацията, обратно, предполага доверени експерти, които събират, обработват и анализират вътрешнофирмена информация - роля, която банките много добре изпълняват.⁵

Вторият елемент на финансовата система - **системата за корпоративно управление**, е твърде сложен и ще бъде разгледан още по-фрагментарно. Основният въпрос тук е как собствениците, кредиторите и служителите влияят върху вземането на решенията в предприятието и дали те защитават интересите си чрез външен или чрез вътрешен контрол.

Позицията на *собствениците* се откроява между полюсите “ликвидност” и “контрол”. Ориентираните към ликвидност собственици преследват максимална възвращаемост от собствения си портфейл. За да могат бързо да реагират на нова информация, диверсифицирайки съответно портфейла си, те трябва да купуват и продават акциите си бързо и на справедлива цена. Основният механизъм за това е капиталовият пазар. Ако собствениците смятат, че мениджмънтът не максимизира богатството им, те или могат да продадат акциите си, или да купят нови, достигайки съответното мнозинство, позволяващо замяната на мениджмънта. Тази възможност е и механизъмът на собствениците за контрол над мениджмънта, основна съставна част на който е капиталовият пазар.

⁵ Hanp. Tyrell, M. Kapitalmarkt and Banken - unterschiedliche Formen der Informationsverarbeitung als konstitutives Merkmal. Universität Frankfurt, 1999.

Собственици, преследващи преди всичко контрол и влияние върху мениджмънта, притежават (често) основния пакет акции. Така те ограничават ликвидността на капиталовия пазар и той не може да изпълнява контролната си функция. Такива собственици, от друга страна, изграждат подходяща структура на компанията (напр, двустепенна), в рамките на която могат да контролират мениджмънта. Те по правило преследват стабилност на предприятието, а в повечето случаи и неговия растеж.

Кредиторите (банките), защитавайки интересите си, се стремят да контролират своите длъжници. Практиката познава дистанцирани и тесни отношения между кредитор и длъжник. Първите обикновено са по-краткосрочни и се базират главно на договорите и законодателството. При тях банката финансира с по-малки обеми и по-краткосрочно. Тя няма нито интерес, нито възможност да предпази длъжника от ликвидация. Обратно, при тесните отношения между кредитор и длъжник банките (често) притежават дялове в предприятието, финансират го дългосрочно и в голям размер, а техни служители участват в контролните съвети на предприятията. Банките в този случай имат интерес и възможност да подкрепят предприятието с цел избягване на обявяване в неплатежоспособност. Дистанцираните отношения предполагат свобода и гъвкавост в действията на длъжника и не го ограничават - той често се финансира в значителен размер и от капиталовия пазар. Тесните отношения, напротив, обвързват предприятието с определена банка и могат да имат ограничаващ ефект върху отношенията му с фондовата борса. От друга страна обаче, в първия случай предприятията са изложени в по-голяма степен на риска от внезапен ликвиден шок, който във втория случай би бил "по-мек".⁶

Служителите на предприятието могат да му влияят отвън и отвътре, т.е. да го напускат и да търсят по-добри условия другаде (навън) или да израстват (вътре) благодарение на лоялността и специфичния хуманен капитал, които те натрупват в предприятието. Предимствата на влиянието отвън са свързани с по-голямата гъвкавост на компанията по отношение на нови технологии и промяна в пазарните условия. От друга страна обаче, с напускането на служители се губи специфичен хуманен капитал, който при втория тип поведение се запазва.

Третият елемент на финансовата система - **системата от стратегии на предприятията**, е обусловен от разпределението на вли-

⁶ Вж. Schmid, R. H. M. Tyrell. Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance. European Financial Management, Vol. 3, pp. 159-187.

янието, които различните групи заинтересовани лица имат при вземането на решенията в предприятието, както и от особеностите на финансовия и хуманен капитал, с който разполага то.

По подобие на първите два елемента на финансовата система и във връзка със стратегиите ще разгледаме дихотомията “голям скок – последователни малки стъпки”. Първата алтернатива изисква по-малко време, но за сметка на това е по-рискована - скокът може да не успее. Втората, обратно, изисква повече време и последователност, но пък е по-сигурна. Ясно е, че на дистанцирано отношение на предприятията към служителите и банките и интензивни отношения с капиталовия пазар съответстват по-добре на стратегията “голям скок”. Обратно, стратегията “последователни малки стъпки” е по-подходяща при дългосрочен ангажимент на предприятието към служителите и банките.

Не може дефинитивно да се определи кой от двата типа системи - базираната на капиталовия пазар или базираната на банковото посредничество, е по принцип по-добър. Например, първият тип по-бързо реагира на промени в околния свят, но за сметка на това се характеризира с по-голям риск и несигурност. Финансови системи, които се доближават най-плътено до първия тип, са английската и американската, а до втория - японската и германската.

На това място е важно обаче да се подчертаят най-малко две обстоятелства: 1) и двата типа финансови системи не са константни, а се променят и развиват, като по-скоро японската и германската се доближават до англо-американската; 2) елементите и на двата типа финансови системи се намират във вътрешно съответствие, което гарантира ефективна работа, и на двата.

Капиталовият пазар в рамките на българската финансова система

На фона на различните финансови системи на развитите страни (и под тяхно влияние), въз основа на наследената финансова система и успоредно с въвеждането на пазарните механизми в реалната икономика започна формирането и изграждането на пазарна финансова система у нас. В началото на демокрацията банковата система тотално доминираше финансовия сектор. Успоредно с нея постепенно възникнаха и се развиха другите му елементи - организираният капиталов пазар (БФБ-София) и небанковото финансово посредничество, които все още имат подчинена роля.

Липсата на значима традиция отпреди времето на социализма,

малката икономика, огромният ѝ спад и т.н. породиха допълнителни трудности при изграждането на капиталов пазар у нас. От друга страна, тези обстоятелства съдържаха и шансове - напр, можеше да бъдат възприемани най-добрите форми за организация на такъв пазар у нас. Проблемът бе главно в това (а и все още е), че не е ясно кои са тези “идеални” форми, защото ако дадена (международна) практика е добра за развитието на капиталовия пазар, не е ясно дали тя ще съответства на останалите елементи на финансовата система (ако изобщо бе възможно те да бъдат ясно идентифицирани). Комплексният характер на финансовата система, както и твърде неструктурирана външна среда, характерна за прехода в България, липсата на задълбочени и достатъчно всеобхватни знания, опит и авторитет, които да са концентрирани в една институция, ползваща се дългосрочно със силна политическа подкрепа, доведоха до това българската финансова система да се изгражда “на парче”. В това отношение обаче тя не е изключение - финансовите реформи и в развитите страни често се осъществяват по подобен начин.⁷

Положителна страна на закъснените реформи (в т.ч. и във финансовата сфера) направиха възможно възприемането на елементи и практики от финансовите системи на по-напредналите страни от ЦИЕ, които вече са апробирани в практиката. Към това се добавят Европейските разпоредби, възприети от България, както перманентният контрол на Европейската комисия, които ориентират страната в правилната посока.

Може да се твърди, че “грубата работа” по изграждането на финансовата система и капиталовия пазар (в частност) е извършена. Предстоят “довършителните работи” и особено “фината настройка” на финансовата система като цяло. В това направление ролята на научните изследвания (теорията) е голяма. Те трябва да подпомогнат практиката, изследвайки общите зависимости и взаимовръзки между отделните елементи на финансовата система и предлагайки насоки за нейното оптимизиране чрез привеждане в съответствие на елементи ѝ, както и привеждането ѝ в съответствие с националната и европейската икономика.

Определящо за състоянието на **финансовия сектор** у нас бе бурното развитие на организирания *капиталов пазар* през последните две години, което се вижда от динамиката на пазарното му проникване в сравнение с другите компоненти на сектора през този период.

⁷ Вж. Hackethal, А.Цит. съч., с. 30-34.

Таблица 1

Финансово проникване, % от БВП в края на периода

	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Активи на банковата система (като % от БВП)	76,76%	85,94%	113,05%
Балансови активи на пенсионноосигурителните дружества	2,61 %	3,10%	4,45%
Активи на колективни инвестиционни схеми (КИС)	0,22%	0,64%	1,72%
Пазарна капитализация на БФБ-София	19,71%	31,20%	55,46%

Източник: БФБ-София

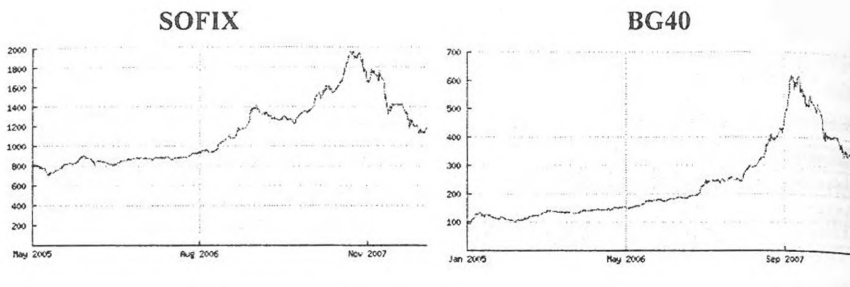
Основните фактори, повлияли тази тенденция, са изградената (в голяма степен) институционална и законова база, стабилността на икономиката, присъединяването на страната към ЕС, притокът на значителни чужди капитали, активната политика на БФБ-София и държавата (МИ, МФ, КФН), както и динамиката в проникването на другите форми на финансово посредничество (особено на банковата система); между тях и капиталовия пазар съществуват сложни и противоположни по въздействие взаимосвързки.

Въз основа на изградената институционална и нормативна база от началото на 2005 до четвъртото тримесечие на 2007 г. се ускори *тенденцията на растеж* на капиталовия пазар, започнала колебливо през 2002 година. Тя бе следствие от: регламентирането на договорните фондове, реформата на пенсионното осигуряване, данъчната политика, активността на пазарните участници, ориентацията на банките и инвестиционно банкиране, приватизацията на остатъчния дял от БТК през борсата, привличането на инвеститори от чужбина, кредитната експанзия на търговските банки и други фактори. Като основен проблем за капиталовия пазар се очерта ниската му ликвидност,⁸ а известно е, че тя е характерна за неефективните пазари.

В началото на 2008 г. възходящата тенденция на капиталовия пазар се обърна и бързо унищожил голяма част от постигнатото през последните пет-шест години - само за 3 месеца двата основни индекса загубиха около една трета от стойността си.

За цялата борса регистрираният спад бе по-малък от спада на индексите, но въпреки това бе загубена капитализация в размер на около двадесет на сто. Много чуждестранни и местни инвеститори ликвидираха позициите си.

¹¹ По-подробно вж. БФБ-София АД. Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София АД за неговото развитие до 2010 година. БФБ, Март 2008, с. 5-9.



Източник: Investor.bg

Фиг. 1. Индекси на БФБ-София

Предвид ситуацията на международните финансови и енергийни пазари, ясно е, че причините за “срутването” на капиталовия пазар у нас са комплексни. На техния фон твърдението, че “[в] края на 2007 г. особено силно се усети корелацията между българския и международните капиталови пазари”⁹ не изглежда особено задълбочено, въпреки че по-нататък същият анализ споменава и за “масовото спекулативно поведение на пазарните участници”¹⁰. През 2007 г. български компании се търгуваха на по-високи цени от чуждестранните си конкуренти и обещаваха (най-малко) значителен двуцифрен растеж, а, всъщност, не е ясно кои са сравнителните им предимства? Например, не е известно в последно време у нас да са открити големи залежи на природни ресурси, нито да е приложена значима и много ефективна технология, нито България да е зела ново стратегическо място в световната икономика и търговия, нито пък е реалистично да предположим, че българските работници и служители изведнъж са станали много по-ефективни от тези в други страни.

Особено смущаващи са дълбочината и бързината на спада. Те говорят за незряла финансова система, а и за твърде спекулативен капиталов пазар. Отрасловата статистика в някаква степен подкрепя последното твърдение - традиционно доминиращо място в оборота на борсата заемат компаниите от финансовото посредничество (40-50 сто). Логично изниква въпросът дали “финансовата система ... се разглежда като съпътстваща развитието на реалния сектор”¹¹, както твърди теорията? Или тя има своя собствена динамика, като на практика доминира националната икономика?

⁹ Пак там, с. 9.

¹⁰ Пак там, с. 15.

¹¹ Николов, И. Капиталовият пазар в България - състояние и перспективи. 18 октомври 2004, с. 5.

Ще мине време, докато участниците на пазара осъзнаят, че е по-добре да имаме ликвиден пазар, който успешно изпълнява своите разпределителни и контролни функции (доколкото местните условия го позволяват), отколкото да забогатяваме внезапно “на хартия” и да обедняваме реално. В този смисъл положителна страна на срива е, че действията отрезвяващо, както подейства кризата през 1996/97 г. на банковата система. Местните инвеститори, които ще останат дългосрочно на пазара, ще са осъзнали, че загубите са “част от играта”, което ще ги принуди да бъдат по-рационални в бъдеще. Последното е особено важно за развитието на капиталовия пазар, защото ще бъде забелязано и от чужди компании и така ще стане база за интернационализация на капиталовия пазар у нас.¹²

За разлика от капиталовия пазар *банки* имаше и преди демокрацията. В зората ѝ те бяха обект на брутално източване и непрозрачни машинации, допринесли сериозно за краха през 1996/97 година. Впоследствие банковата система изцяло премина в частни ръце, в т.ч. и в собственост на големи европейски банки, стабилизира се институционално и продължава бурно да расте. Притокът на чужди капитали допринасят съществено за тази тенденция, но това е и риск за финансовата система и икономиката, особено на фона на финансовите затруднения на американска и европейските финансови системи.¹³ Освен това бурната кредитна експанзия, която осъществяват банките, крие сериозни рискове,¹⁴ въпреки успокоителните данни и анализи.¹⁵

Трудно начинание е определянето мястото на българската финансова система на скалата “екстернализация - интернализация”, още повече, че е вероятно все още да няма характерен образец на поведение или фирмена политика. Трудностите произтичат от различните нива и интердисциплинарността на изследването. Първото ниво е това на правно-нормативните разпоредби и институционалната рамка, на което трябва да бъдат добре очертани полюсите на скалата, а след това да бъде позиционирана българската правно-норматив-

¹²Пример в това отношение е Варшавската борса, вж. по-подробно. Център за икономическо развитие. Икономиката на България през 2007 година. Агенция “Икономика”, 2008, с. 68-73.

¹³Сценария за намаляване и секване притока на чужди капитали не е твърде малко вероятен, както показва Lubin, D. P. “Peg risk” in emerging Europe. CITI Economic & Market Analysis, 20 November 2007.

¹⁴ Вж. напр. Сорос, Дж. Сегашната пазарна криза е най-лошата от 60 години, investor.bg, 23.01.2008, www.maxconsult.bg.

¹⁵ Вж. напр. БНБ. Търговските банки в България, октомври-декември 2007, БНБ, 2007 или БНБ. Икономически преглед. БНБ, 1/2008.

на регулация и институции върху нея, което е амбициозна задача. Второто ниво е свързано с емпирично изследване на реалното поведение на стопанските актьори в нормативната и институционална рамка.

Може да се твърди, че в България е основно изградена правната рамка за разкриване на информация и прозрачност на управлението (напр. продължаващото разкриване на информация, програмите за корпоративно управление, прехода към международните счетоводни стандарти, ограниченията за ползване на вътрешнофирмена информация и т.н.). Практиката по прилагането им е все още недостатъчно развита а ефективността на прилагане остава основно предизвикателство.¹⁶ Тенденцията на усъвършенстване на разпоредбите за разкриване на информация и все по-ефективното им прилагане позиционира България по-скоро при страните с финансова система, базирана на капиталовия пазар. От друга страна обаче, голямата концентрация на собствеността и ниската ликвидност на борсата говори тъкмо за обратното - тя е характерна за система с доминиращо банково посредничество.

Системата на корпоративно управление у нас бе повлияна от Бялата книга за корпоративно управление в Югоизточна Европа, чиито препоръки бяха отразени в правната и институционална рамка. Разбира се, усилията за изграждане на система за корпоративно управление все още не са завършили. Налице е нехомогенност - някои нейни аспекти са в напреднала фаза, докато други са на ранен стадий. Частният сектор остава в голяма степен необвързан с усилията по изграждането на система за корпоративно управление и не е изпълнил с достатъчно реално съдържание създадената нормативно-институционална рамка. Същевременно налице са белези, че капиталовият пазар е отговорил положително на развитието на реформата на корпоративното управление, като е подобрил своята дейност. И все пак тази тенденция е още твърде нестабилна.¹⁷

В допълнение към концентрацията на собствеността, съществуват и ясно изразени канали за влияние и контрол на *собствениците* над мениджмънта (извън капиталовия пазар). Например около 40 на сто на публичните акционерни дружества у нас са с двустепенна структура на управление,¹⁸ която е характерна за банково-доминираната

¹⁶ Анализ на системата за разкриване на информация и степента на прозрачност в България за периода 2002-2004 г. може да бъде намерена в: Център за изследване на демокрацията. Корпоративно управление в развитие. България 2002-2004, ЦИД, 2004, с. 59-71, с. 16-38; за прилагането на правните норми вж. с. 38-46.

¹⁷ Пак там, с. 15.

¹⁸ Матеев, М. Цит. съч., с. 14.

финансова система. От друга страна, правилата за сливания и поглъщания са твърде либерални, в т.ч. и поради това, че все още не са достатъчно детайлно разписани, което е белег на базирана на капиталов пазар финансова система. От трета страна, значителните възможности на мениджърите да влияят (да се противопоставят) активно на процеса на сливане (поглъщане), както и неразвеният пазар на мениджъри у нас, отново ни доближават до доминираната от банките система.

Поради твърде разнородната собственост на българските *банки* системата им на отношения с клиентите е също разнородна и не е ясно, дали те (като цяло) поддържат тесни или дистанцирани отношения с тях. По наше мнение тези отношения са по-скоро дистанцирани, което съответства на контролен механизъм, базиран на капиталовия пазар. Последното обаче не е изпълнено у нас - капиталовият пазар е все още твърде неефективен и не може надлежно да изпълнява контролните си функции, най-малкото поради твърде малката си ликвидност.

Отношенията между *служителите* и предприятията са също разнородни. Например, някои (по-често чужди компании) инвестират дългосрочно в персонала си, а повечето имат неангажирано отношение, което съответства на финансова система, базирана на капиталов пазар.

Както и при другите два елемента на финансовата система, така и при *стратегията на предприятията* е трудно да се покаже, че в България те (дългосрочно) следват някакъв модел. По всичко изглежда обаче, че тези, които се стремят към бързи и големи печалби преобладават, което предполага наличие на ефективен капиталов пазар, които обаче в у нас все още не съществува.

Изводи

Към момента не може да се определи към каква от познатите и утвърдени финансови системи може да причислим действащата у нас. Нейните елементи са твърде противоречиви в себе си, а и си противоречат един на друг.

Следователно, с голяма доза увереност може да заключим, че финансовата система у нас не работи ефективно.

Банковата система има ясно изразена доминираща роля, а капиталовият пазар е по-скоро спекулативен и все още не изпълнява в пълен размер своята алокационна и контролна функция в българската икономика.

БФБ-София полага големи усилия да развие капиталов пазар в България и това е нейна основна мисия. Тя инициира и участва в множество мероприятия, целящи популяризирането на капиталовия пазар както и организирането на системата за корпоративно управление, което я превръща в основен мотор за изграждане на финансовата система у нас.