

РАЗВИТИЕ НА ВОДЕЩИТЕ ФОНДОВИ ПАЗАРИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД „БФБ-СОФИЯ“ АД

Любомир Георгиев*, Красимира Найденова**

Увод

Пазарите на акционерен капитал и в частност фондовите борси са едни от най-стриктно следените в съвременните икономики както от страна на емитентите (корпорациите), така и на инвеститорите. Това е така, тъй като за компаниите те осигуряват от една страна важна информация, а от друга – пазарно финансиране, характеризиращи се със съществени предимства. Първо, съвременната икономика, безспорно, може да се разглежда като механизъм за събиране на данни за бизнеспроекти и превръщането на тези данни в решения. В този контекст, фондовата борса често се квалифицира като най-бързата и ефективна система за обработване на данни, създадена от човечеството (Харари 2018, с. 296). Второ, на доставчиците на капитал (акционерите) не се гарантира каквато и да е норма на възвръщаемост върху парите, които инвестират. Трето, след като капиталът е предоставен на дружеството, акционерите не могат да изтеглят индивидуалните си дялове. Тези характеристики означават, че капиталовите пазари са особено подходящи за финансирането на дългосрочни корпоративни инвестиции, които имат несигурен резултат, като научни изследвания, иновации и разработване на нови технологии. Следващата мисъл на Нобеловия лауреат по икономика за 2001 г. Джоузеф Стиглиц, илюстрира добре мястото и значимостта на капиталовите пазари: „Ако сърцевината на капитализма е капиталът, то сърцевината на добре функциониращата капиталистическа икономика са добре работещите капиталови пазари” (Miller, Petranov 2001, с. 6).

От гледна точка на инвеститорите – пазарите на акции и фондовата борса им дават възможност да увеличат своето богатство. Възможността за реализирането на свръхнормални печалби привлича огромен брой инвеститори на фондовите пазари, но същевременно една немалка част от тях „губят умовете си”, вземайки ирационални решения (Канев 2017, с. 90-92). С цел ограничаване на потенциалните загуби те могат да използват борсите за

* Любомир Георгиев, доктор, доцент, катедра „Финанси”, ИУ – Варна, email: lgeorgiev@ue-varna.bg

** Красимира Найденова, доктор, главен асистент, катедра „Финанси”, ИУ – Варна, email: krassy_naydenova@ue-varna.bg

финансови фючърси и опции с цел хеджиране на заетите позиции (Недев, 2014; Стефанов, 2012). От друга страна, пазарите осигуряват външен механизъм, чрез който акционерите могат да осъществяват ефективен контрол върху мениджърите на публично търгуваните компании.

Пазарите на акции в САЩ и ЕС са „лабораторията” за иновациите и добрите практики в световен мащаб. През последните години те бяха засегнати от дълбоки структурни промени, движени от два основни фактора: напредъкът в информационните и комуникационни технологии (ИКТ) и регулаторните реформи, целящи насърчаване на пазарната конкуренция. В резултат се осъществи пазарно фрагментиране в две измерения: между фондовите борси и други конкурентни платформи и между прозрачната и тъмна търговия. Същевременно борсовата индустрия бе залята от консолидационна вълна. В резултат, повечето национални фондови борси са придобити от друг субект и са станали дъщерни дружества на компания майка, най-често международна борсова група. Тя на свой ред е публично дружество, чиито акции се листват и търгуват на една или повече от борсите субсидиари.

Фондовият пазар в България през последните години остава встрани от глобалните тенденции поради сериозните проблеми, които са факт от възникването му. Това са административното му създаване, пазарната неликвидност, високата концентрация на собствеността, асиметричността поради липсата на възможност за къси продажби, рестриктивните нормативни изисквания. Инвеститорите, особено институционалните както и емитентите, оценяват българския капиталов пазар като неатраکتивен, поради което той остава неликвиден, съответно далеч от модерните тенденции в съвременната борсова индустрия.

В този контекст целта на изследването е да направи анализ на структурните промени във водещите пазари на акционерен капитал, формиращи съвременния облик на борсовата индустрия и на този фон да се оцени развитието и съвременното състояние на българския борсов пазар и на основните предизвикателства, пред които той е изправен.

Студията е структурирана в четири части. В първата се анализират структурните промени във фондовите пазари на САЩ и ЕС. Втората част разкрива спецификите на съвременната борсова индустрия. Третата и четвърта части са посветени на фондовия пазар в България и предизвикателствата пред „Българска фондова борса – София” АД в светлината на глобалните промени в индустрията.

Фондовите пазари в САЩ и ЕС

Конкурентният натиск на алтернативните системи за търговия

Традиционно фондовите борси централизират търговията с ценни книжа в едно организирано пространство (market place). Това от своя страна генерира икономии от мащаба и мрежови външни ефекти, които правят борсите естествени монополи, поддържани от регулаторни предимства. Ето защо в миналото те са били доминиращи институции на капиталовия пазар, а конкуренцията е била главно междуборсова.

В развитите пазарни икономики, каквито са тези в САЩ и ЕС, търговията с акциите на една компания вече се осъществява на няколко различни „места“ в допълнение към фондовата борса, където действително са листнати акциите на компанията. Най-важните сред тях са извънборсовите пазари (Over the Counter Markets – OTC Markets) и алтернативните системи за търговия (Alternative Trading Systems – ATSs). Четири са основните фактора, обясняващи нарасналото значение на конкурентните на борсите пазарни структури: 1) напредъкът в информационните технологии; 2) дерегулирането на финансовите пазари; 3) институционализацията на търговията; 4) по-ниските транзакционни разходи по сделките (Георгиев, Вълканов 2014, с. 225).

В допълнение към борсите и извънборсовите места за търговия (като ATSs), търговията може да се осъществи и във вътрешната търговска система на фирма (например брокер-дилър или инвестиционна банка). Когато фирмата „вътрешно“ изпълнява поръчка на клиент по този начин, това не означава, че тя се насочва към борсово или извънборсово място за търговия. Вместо това, поръчката се изпълнява на двустранна основа в рамките на вътрешната система за търговия на фирмата срещу нейното собствено портфолио (OECD 2016, с. 124).

Като институционален феномен на капиталовия пазар алтернативните системи за търговия възникват през 70-те години на миналия век в САЩ, за да запълнят пазарните ниши, образувани от функционирането на традиционните борсови търговски системи. По това време към търговията с финансови инструменти са отправени редица нови изисквания, като: по-голяма ефективност; по-бързо сключване и реализиране на сделките; анонимност и по-ниски транзакционни разходи. Първите ATSs са били тези, по които е работил т.нар. „четвърти пазар“ в САЩ, както и системата, наречена „Аризонска фондова борса“ (Шарп, Александер, Бейли, 1999). На четвъртия пазар се търгуват регистрирани на борсите ценни книжа между институционални инвеститори, като не се използват услугите на брокер.

Системата по която работи този пазар се нарича POSIT и по своята същност е crossing-система, чрез която се съпоставят насрещни поръчки, а цените на сделките се определят в съответствие с текущите цени на акциите на NYSE или NASDAQ. Втората система е разработена от компанията AZX Inc. и е известна под наименованието „Аризонска фондова борса”. Тя се доближава до периодичните аукциони, като последните се провеждат ежедневно след затварянето на NYSE.

Идеята за електронна търговия на финансовите пазари датира от 1971 г., когато Fischer Black предлага стъпки за създаване на напълно автоматизирана борса, която да елиминира необходимостта от специалисти и маркетмейкъри. Той отбелязва, че „... една фондова борса може да се състои от мрежа от компютри и търговските разходи могат драстично да бъдат намалени, без внасяне на допълнителна нестабилност в цените на акциите и без нелоялност към дребните и едри инвеститори” (Black, 1971). Авторът има предвид свят, в който инвеститорите ще си взаимодействат с помощта на малка или никаква човешка намеса. От позицията на днешните дни може да се каже, че ATSs реализират в определена степен идеята на Fischer Black.

Терминът ATS днес включва различни видове търговски платформи, каквито са:

- електронните комуникационни мрежи (Electronic Communications Networks – ECNs), характерни за САЩ, каквито са например Archipelago, Instinet, Trac ECN, Bloomberg Tradebook, NexTrade, Direct Edge, BATS;
- многостранните системи за търговия (Multilateral Trading Facilities – MTFs) типични за Европа (Chi-X, Turquoise).

Тези търговски системи постепенно отнемат значителен дял от търгувания обем на традиционните борси. ECNs възникват в САЩ, където намират и най-добра почва за развитие. В други страни като Япония и Австралия разпространението на ECNs е ограничено или липсва въобще. В Европа, поради това, че фондовите борси въвеждат електронни регистри за поръчки или системи за търговия още през 90-те години, интересът към ECNs също е ограничен по това време.

ECNs автоматизират търговския процес, но не променят фундаменталните функции, които се осъществяват в процеса на борсова търговия. ECNs оперират като регистъра показан в табл. 1, където инвеститорите поместват лимитирани поръчки. Други инвеститори преглеждат регистъра на компютрите си и ако цената на определена ценна книга ги устройва, въвеждат насрещна поръчка. Ако в регистъра са налице достатъчно поръчки от инвеститори, търгуването между тях може да продължи без намесата на дилъри.

Таблица 1. Лимитирани поръчки за търговия с акции на компания „ABC”

| Търсене (Bid) | | Предлагане (Ask) | |
|---------------|------------|------------------|------------|
| Цена | Количество | Цена | Количество |
| 50,37 | 2000 | 50,43 | 2000 |
| 50,36 | 2500 | 50,44 | 200 |
| 50,33 | 2500 | 50,49 | 600 |
| 50,24 | 400 | 51,00 | 4000 |
| 50,22 | 200 | | |

Следователно ECNs са автоматизирани частни търговски системи, функциониращи без маркет-мейкъри или специалисти. Първоначалната специализация на ECNs е била в създаването на търговски системи, подходящи за съчетаване на поръчки, подавани от институционални инвеститори. Тези системи са функционирали във време, извън това на борсовите сесии. Тъй като са използвали борсовите цени, за да търгуват по-евтино, ECNs са били наричани „паразити,“. Широкото навлизане на Интернет в средата на 90-те години рефлектира върху разширяване бизнеса на ECNs. Появата и развитието на онлайн брокерите формира необходимостта от системи за изпълнение на големи потоци от дребни поръчки и това стимулира ECNs да се отворят и за индивидуалните инвеститори. Така ECNs стават неразделна част от съвременните пазарни форми за търговия с ценни книжа. Големи пазарни участници като инвестиционни банки, традиционни брокери, опериращи на пазара „на дребно”, електронни брокери, информационни провайдъри – всички те инвестират в капитала на ECNs. Така например първоначални собственици (акционери) на Direct Edge са Goldman Sachs и Knight Citadel Derivatives Group, а на Turquoise – BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Societe Generale и UBS.

ECNs са най-подходящи за активни акции и за средни по размер сделки. Те са по-неподходящи за слабо активни акции, които може да налагат намеса от страна на дилър за поддържане на ликвидността. Следователно, основният проблем при ECNs е да се привлекат достатъчно лимитирани поръчки, така че да се осигури ликвидност. В случай че няма достатъчно инвеститори, предлагащи лимитирани поръчки, едно от решенията е да се плати за такива. Например една ECN приема да плати \$0.2 на акция за лимитирани поръчки. Второ решение е дилърите да бъдат убедени да правят пазар в ECN регистъра. ECNs могат да договарят условия за участие на дилъри, макар последните да не ползват специалните привилегии, които имат на традиционните пазари. Трето решение е да се съгласят да препращат входящите поръчки към други пазари, ако те предлагат по-добри цени.

По този начин инвеститорите са сигурни, че ще получат най-добрата цена и са склонни да изпращат поръчки първо на ECN.

Представянето на алтернативните на борсите пазарни структури (ECNs в САЩ и MTFs в Европа) ще бъде твърде непълно, ако се пропуснат следните три важни техни характеристики:

- Те са автоматизирани. След като една поръчка е въведена, търговията се осъществява без човешка намеса, в съответствие с ценово-времевия приоритет, за разлика от традиционните пазари, където поръчките трябва да се изпълняват от дилъри.
- Те са анонимни. Самоличността на търговците не се разкрива, което е от значение за определени търговци. Такива са институционалните инвеститори (особено хедж фондовете), които предпочитат да не правят публично достояние своите сделки с ценни книжа. ECN-платформите, които предлагат тази възможност са получили жаргонното наименование „тъмни извори на ликвидност” (dark pools of liquidity). Тъмните извори на ликвидност не разкриват самоличността на контрагентите, както и цената, на която са изтъргувани ценните книжа.
- Могат да бъдат програмирани така, че да предлагат комплексни поръчки. Така например в продуктивния портфейл на водещите ECNs попадат: търговия с портфейл от ценни книжа (portfolio trading); транснационална търговия (cross-border trading); алгоритмична търговия (algorithmic trading); осигуряване на ликвидност (liquidity sourcing). Освен това електронните комуникационни мрежи могат да предлагат условни оферти (contingent trades), при които цените се коригират в съответствие с промени в борсови индекси или цени на определени акции.

В заключение, извънборсовите (дилърски) пазари и алтернативните търговски системи притежават определени предимства пред традиционните борсови (аукционни) пазари:

- Аукционните пазари зависят от количеството на подадените поръчки, поради което и борсовите търговски системи са известни под наименованието системи, движени от поръчките. Те са ефективни при голям (непрекъснат) поток от поръчки, при които съществува вероятност за съвпадение на желаните цени и количества. Такива поръчки подават индивидуалните инвеститори. NYSE е била най-ефективна, когато преобладаващия процент от акциите в САЩ са били притежание на индивидуални инвеститори. В последните години обаче, все по-актуална става институционализацията на капиталовите пазари. Дилърската система, типична за извънборсовия пазар, е по-подходяща да осигури изпълнение на блоковите поръчки, подавани от институционалните инвеститори. Освен това ECNs могат да изпълняват

портфейлни поръчки, което е търсена услуга от институционалните инвеститори.

- Аукционните пазари са по-скъпи за купувачите и продавачите, т.е. брокерските комисиони са по-високи от разходите по сключване и реализиране на сделките на дилърските пазари, както и чрез използване на алтернативните търговски системи. Така например, транзакционните разходи на NASDAQ са по-ниски средно с около 40% от тези на NYSE, а спредовете между цени „продава” и „купува” са 1 цент на електронния дилърски пазар срещу 1,8 цента на борсата (2). От друга страна ECNs предлагат комисиони в рамките на 2,5 – 3,5 цента за изтъргувана ценна книга, докато на традиционните борси те са в порядъка на 5,0 – 6,0 цента за дребна търговия, а брокерските фирми, специализирани в блокова търговия на NYSE взимат до 12 цента на акция [3].
- Съвременните технологии позволяват на ECNs да изпълняват поръчките по-бързо в сравнение с останалите пазарни форми. Така например времето за изпълнение на поръчка чрез ECNs е почти незабавно (2-3 секунди), за разлика от 22 секунди чрез системата SuperDot на NYSE и около 30 секунди чрез системата SelectNet на NASDAQ.

Пазарно фрагментиране

Развитието на информационните и комуникационни технологии както и редица регулаторни реформи в САЩ и ЕС увеличават конкуренцията между различните видове пазари за търговия с акции. Резултатът е фрагментация на търговията в две измерения (вж. табл. 2). Първо, между фондовите борси и извънборсовите платформи, като електронните комуникационни мрежи (ECNs) и многостранните системи за търговия (MTFs). Второ, между тъмната (непрозрачна) и осветената (прозрачна) търговия.

Таблица 2. Фрагментиране на фондовите пазари

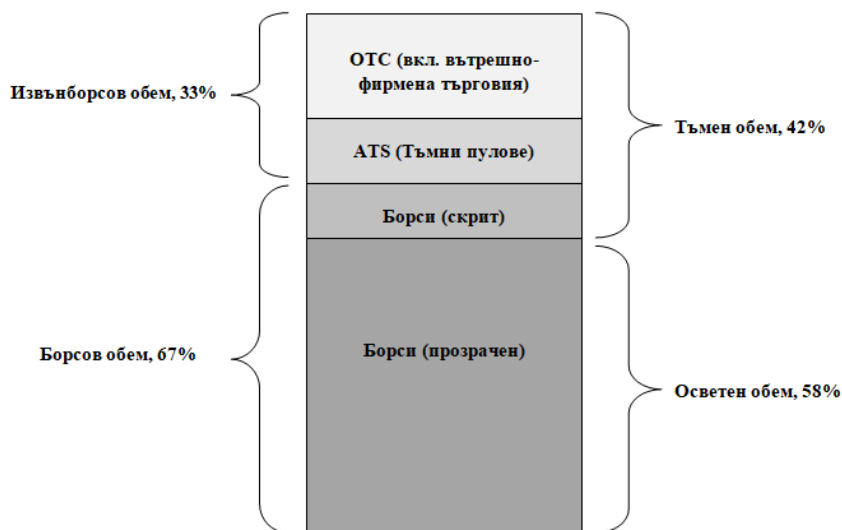
| Критерии | Видове пазарна търговия |
|----------------|---|
| 1. Пазар | Борсова (On-exchange) Извънборсова (Off-exchange venues) |
| 2. Прозрачност | Осветена (прозрачна) Тъмна (непрозрачна) |

Търговията с акции в САЩ е разпокъсана между редица пазарни центрове и платформи, които се разделят на три основни категории:

- 12 национални борси на ценни книжа;

- 44 алтернативни търговски системи, включително прозрачни електронни платформи за търговия (ECNs) и тъмни пулове;
- различни извънборсови системи, включително вътрешни системи за търговия на брокерски фирми.

Както е видно от фиг. 1, през 2015 г. две трети от всички сделки в САЩ са се сключили на различните борси, а останалите 33% – извънборсово. От цялата търговия 42% е във формата на тъмен (непрозрачен) обем, от които около една пета се извършва на борсите.



Фиг.1. Измерения на фрагментацията на пазарите на акции в САЩ, 2015

Източник: OECD 2016: 127.

Фрагментацията на европейските капиталови пазари се ускорява след влизането в сила на Директивата за пазарите на финансови инструменти (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) през ноември 2007 г. Директивата позволява търговията с акции да се осъществява на традиционните фондови борси, на MTFs, както и да бъде съчетана вътрешно от инвестиционните (брокерски) фирми. Въздействието на MiFID върху разпокъсаността на пазара в Европа е значимо. Така например, през януари 2016 г. на пазара се конкурират 103 регулирани борси, 151 MTFs и 11 систематични интернализатори в Европа, съгласно базата данни на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ESMA).

В европейските страни над 60% средно от цялата търговия се осъществява на борсите, както е видно от данните в табл. 3. Количеството тъмна

търговия в Европа е различно – от 25% до 43% от цялата търговия, осъществявано от BATS, Turquoise и други тъмни пулове.

Таблица 3. Пазарен дял на борсите и другите търговски платформи в Европа, 2015 (%)

| | Борси | BATS | Turquoise | Други прозрачни платформи | Тъмен обем |
|------------|-------|------|-----------|---------------------------|------------|
| Лондон | 56 | 22 | 11 | 1 | 10 |
| Франкфурт | 60 | 26 | 8 | 1 | 5 |
| Париж | 61 | 24 | 6 | 2 | 7 |
| Цюрих | 68 | 21 | 5 | 1 | 5 |
| Милано | 73 | 16 | 5 | 2 | 4 |
| Амстердам | 62 | 21 | 9 | 2 | 6 |
| Мадрид | 72 | 19 | 5 | - | 4 |
| Стокхолм | 62 | 22 | 6 | 1 | 9 |
| Копенхаген | 62 | 20 | 8 | 1 | 9 |
| Брюксел | 60 | 23 | 7 | 2 | 8 |
| Хелзинки | 59 | 24 | 7 | 1 | 9 |
| Осло | 62 | 18 | 8 | 4 | 8 |

Източник: OECD 2016, с. 128.

Как могат да бъдат обяснени от теоретична гледна точка повишаващите се пазарни дялове на конкурентните на борсите пазарни структури? Една възможност ни дава т.нар. функционална теория на Мертон и Боди, чрез която авторите предлагат анализ на финансовото посредничество във функционален аспект (Мертон и Боди, 1995). Аргумент в подкрепа на фокусирането върху функционалния, вместо институционалния аспект е обстоятелството, че за дълги периоди от време функции са много по стабилни от институциите. Тезата на цитираните автори е, че институциите идват и си отиват, еволюират и се променят, но функционалните потребности продължават да съществуват, въпреки че се комбинират и доставят по различни начини.

Освен това, осъществяването на всяка функция се изменя с времето, тъй като, усъвършенстването на технологиите, конкуренцията и продуктите иновации дават възможност за повишаване на ефективността. Така, когато функциите се изпълняват по-ефективно, институциите се адаптират към промените. Казано накратко – институционалната форма следва функционалната ефективност. Например взаимните фондове на паричния пазар (МММFs) осигуряват една по-нова форма за предлагане на традиционни банкови услуги. МММFs обаче осъществяват привличането на спестявания,

тяхното инвестиране и осигуряването на разплащания само за част от цената, постигната от банките. По-конкретно те имат оперативни разходи, възлизащи едва на 0.5% от активите им. За разлика от това, оперативните разходи на банките, ориентирани към банкиране на дребно са приблизително между 4 и 5% от активите им или грубо около десет пъти повече. По-същия начин алтернативните търговски системи (като ECNs и MTFs) са по-ефективни в сравнение с традиционните фондови борси. Както бе посочено в края на предходния подпараграф, те от една страна са по-евтини за инвеститорите, а от друга – сделките се сключват и реализират с по-висока скорост.

Съвременният облик на борсовата индустрия

Новият борсов бизнес модел

Фондовата борса е най-елементарният тип финансов посредник. За разлика от търговските банки, които трансформират депозити в заеми, борсите само прехвърлят собственост от един инвеститор към друг. В „стария свят“ фондовите борси традиционно се учредяват като организации, притежавани от членовете им (member-owned organizations) и същевременно са дружества с иделна цел (non-profit organizations). Тъй като в повечето страни са единствени пазарни центрове, борсите имат монопол върху ликвидността, а брокерите като членове и собственици, контролират достъпа до пазарната търговия. За това, че свързват инвеститори и продавачи на ценни книжа, брокерите получават комисиони, но също така и получават отстъпки от таксите за търговия на борсата.

От средата на 90-те години на миналия век, обаче, повечето фондови борси се трансформират в корпорации, притежавани от частни лица и функциониращи с цел печалба (privately owned for-profit corporations). Днес всички големи фондови борси в развитите икономики листват (регистрират) и търгуват акциите си на самите борси, докато взаимната форма основана на членството на брокерите, е почти изчезнала.

В развиващите се пазари, фондовите борси често се учредяват под формата на държавна собственост и тяхното преобразуване в котираните компании е по-постепенно. Докато фондовите борси в Бразилия и Мексико вече са листвани компании (listed companies), тези в Турция и Саудитска Арабия все още са държавни предприятия. Освен това, фондовите борси в най-големия от развиващите се пазари, този в Китайската народна република, функционират като полу-публични институции и са управлявани пряко от Китайската комисия за регулиране на сделките с ценни книжа (OECD 2016, с. 121).

Новият бизнес модел се свързва именно с трансформирането на борсите от дружества с идеална цел в бизнес-фирми, при които достъпът до търговията (членството) се отделя от собствеността (правото на глас). Така се реализира на практика идеята за комерсиализация (demutualization), чиято основна цел е оцеляването на фондовите борси. Самите борси констатират, че техните продукти (системи за търговия) се превръщат в стоки, предлагани често от софтуерни фирми чрез съвременни технологични способности. В резултат на това много фондови борси реализират идеята за комерсиализация, т.е. трансформират се от организации принадлежащи на членовете си и функциониращи с идеална цел в акционерни дружества, целящи максимизиране на печалбата и изплащащи дивиденди, за да оцелеят сред все по-засилващата се конкуренция. Може да се обобщи, че се променя самата концепция за същността на фондовите борси като финансови институции: от „борсата следва да служи на своите членове-собственици и да защитава техните интереси” към „борсата следва да служи на своите клиенти и да отстоява своите интереси”.

Процесът на комерсиализация започва през 1993 г. с борсата в Стокхолм и отбелязва значително развитие до 2005 г., като обхваща почти всички големи борси. Комерсиализацията може да бъде частична или пълна. При частичната собствеността остава в ръцете на членовете, но се променя целта – борсата вече оперира с цел максимизиране богатството на акционерите си. Пълната комерсиализация изисква публично предлагане на акции, в резултат на което собствеността се разпръсва сред широк кръг инвеститори и акциите започват да се листват на самата борса. Както е видно от табл. 4, малко са борсите, които са осъществили пълна комерсиализация.

Главното преимущество на комерсиализацията е възможността за набиране на капитал без да се разчита на членовете. Директният достъп до капиталовите пазари по принцип осигурява по-евтин ресурс, необходим за модернизиране на информационните системи и търговски платформи, в резултат на което борсите могат да предлагат по-широк кръг продукти и услуги и това в крайна сметка ще повиши рентабилността им. Освен това, комерсиалната природа на фондовите борси стимулира подобряването на корпоративното им управление и отчетността пред собствениците-нечленове, както и по-ефективното приспособяване на операциите им към потребностите на пазара. По този начин се отстранява един от недостатъците на взаимните организации, при които вземането на решения се основава на дискусии и консенсус.

Таблица 4. Комерсиализация (demutualization) на фондовите борси

| Фондова борса | Тип комерсиализация | Година на комерсиализирането |
|------------------------------------|---------------------|------------------------------|
| NYSE | пълна | 2005 |
| Euronext | пълна | 2001 |
| Deutsche Börse | пълна | 2001 |
| Hong Kong Stock Exchange | частична | 2000 |
| London Stock Exchange | частична | 2000 |
| NASDAQ | частична | 2000 |
| Toronto Stock Exchange (TSX Group) | пълна | 2000 |
| Athens Stock Exchange | частична | 1999 |
| Iceland Stock Exchange | частична | 1999 |
| Stock Exchange of Singapore | частична | 1999 |
| Australian Stock Exchange | частична | 1998 |
| Amsterdam Exchanges | частична | 1997 |
| Borsa Italiana | частична | 1997 |
| Copenhagen Stock Exchange | частична | 1996 |
| Helsinki Stock Exchange | частична | 1995 |
| Stockholm Stock Exchange | пълна | 1993 |

Източник: World Federation of Exchanges. 2008 Market highlights. p. 8.

Процесът на комерсиализация доведе до размиване статута на член на борсата. Достъпът до ликвидност вече е „демократизиран”. Ликвидността се раздробява между борсите, алтернативните платформи за търговия, осветените и тъмни пулове и т.н. Казано по друг начин, границите между фондова борса, извънборсов пазар и алтернативна търговска система все повече се размиват. Поради всичко това е много трудно да се даде точна дефиниция на съвременните фондови борси. В специализираната литература са формулирани три становища за това какво е фондова борса: търговска система, бизнес фирма и посредник (брокер).

Според първото от тях (Domowitz, 2002), фондовите борси са *търговски системи*, тъй като: централизират търговията и чрез определени търговски процедури създават условия за откриване на цената (price discovery); осигуряват улеснения за повишаване на ликвидността, както и информация за цените „купува” и „продава” под формата на котировки на прекъснатата или непрекъснатата основа.

Второто становище набляга на производствения или бизнес профил на борсовите фирми (Ben Slimane, 2012). Така например според цитирания автор „Борсите се превръщат все повече в бизнес фирми”. От своя страна борсовият бизнес (производствен) цикъл се разделя на три етапа: листинг, търговия, клиринг и сетълмент.

Третата гледна точка поставя ударението върху посредническите функции на съвременните борси, поради все по-припокриващите се сфери на дейност на брокерските фирми и фондовите борси (Сарон, 2014). В този смисъл фондовите борси могат да се дефинират като посредници, тъй като събират на едно място нареждания за търговия и осигуряват условия за изпълнението им. В много отношения брокерите и борсите сега се конкурират помежду си. Така например брокерите могат да осъществят вътрешно-фирмено изпълнение на поръчките както и да използват алтернативни търговски платформи или тъмни пулове. От своя страна борсите предлагат „пряк достъп до пазара“ (direct market access – DMA) и заемат все по-голямо пространство в инвестиционния процес както преди, така и след сключването на сделките.

Трансгранични консолидации и международни борсови групи

Друг отговор на предизвикателствата, произтичащи от натиска на конкурентните пазарни структури, е активното участие на фондовите борси в: [1] консолидационни сделки както и [2] във формирането на регионални и глобални съюзи. Сливането на NYSE и Euronext през 2006 г., придобиването на скандинавската OMX от страна на NASDAQ, инвестицията на Дубайската борса в NASDAQ през 2007 г., сливането на Лондонската фондова борса (LSE) с Borsa Italiana през 2007 г. са само няколко примера за динамичното реструктуриране на индустрията. Консолидационната вълна в индустрията продължава и в последните няколко години. В резултат, основните играчи на съвременния глобален капиталов пазар са международните борсови групи – NYSE Euronext, NASDAQ OMX, Japan Exchange Group, London Stock Exchange Group (вж. табл. 5).

Могат да се открият няколко важни ползи от сделките по сливания и придобивания в индустрията. Първо, по-големите борси реализират икономии от мащаба, водещи до намаляване на trading costs, което от своя страна привлича повече компании за листване както и трейдъри (институционални и индивидуални). Второ, практиката ясно показва, че пазарната капитализация и ликвидност на големите борси нарастват много по-бързо и с по-висок темп в сравнение с по-малките им конкуренти (De Haan, Osterloo, Schoemaker 2015, p. 180). Трето, борсовите групи имат по-големи възможности да финансират внедряването на последните технологични иновации с цел модернизиране и поевтиняване на механизмите за търговия. Същевременно консолидационната вълна води до образуването на прекалено големи играчи, влияещи негативно върху пазарната конкуренция. Както е видно от табл. 5, най-голямата борса NYSE Euronext (USA) има пазарна капитализация,

равняваща се почти на общата капитализация на следващите три борси – NASDAQ OMX (USA), Japan Exchange Group и Shanghai Stock Exchange.

Таблица 5. Най-големите 10 фондови борси в света – 31.12.2018 г. (млрд. USD)

| Класиране | Фондова борса | Пазарна капитализация | Месечен търговски обем |
|-----------|----------------------------------|-----------------------|------------------------|
| 1 | NYSE Euronext (USA) | 20 679 | 1 869 |
| 2 | NASDAQ OMX (USA) | 9 757 | 1 639 |
| 3 | Japan Exchange Group | 5 297 | 482 |
| 4 | Shanghai Stock Exchange | 3 919 | 326 |
| 5 | Hong Kong Exchanges | 3 819 | 120 |
| 6 | NYSE Euronext (Europe) | 3 730 | 151 |
| 7 | London Stock Exchange Group | 3 638 | 167 |
| 8 | Shenzhen Stock Exchange | 2 405 | 443 |
| 9 | National Stock Exchange of India | 2 056 | 86 |
| 10 | Deutsche Börse | 1 755 | 118 |

Източник: World Federation of Exchanges. *WFE 2018 Market Highlights*

В практиката се откроява и тенденцията към консолидация между отделните търговски платформи от една страна, и водещи световни банки и фондови борси, от друга. Пример за това са закупената от финансовия холдинг Citigroup платформа NexTrade, както и NYSE Arca [4] и Nasdaq OMX Europe [5]. Други две от водещите платформи Turquoise и Instinet са също собственост на банкова институция – японската Nomura. Причините за този род сливания могат да се обяснят както с желанието на големите инвестиционни банки да разширят своя продуктов асортимент, така и със стремежа на традиционните фондови борси да запазят своята посредническа роля в условията на една силно динамична и конкурентна пазарна среда.

Освен това в някои страни се осъществява интеграция не само между борси и търговски системи (т.е. хоризонтална интеграция), а в консолидационния процес се включват и институции, предлагащи съпътстващи услуги (вертикална интеграция). Така например в Нидерландия, се формира единна холдингова структура, включваща Амстердамската фондова борса, Европейската опционна борса и депозитара на ценни книжа (Necigef). По такъв начин на клиентите се предлага пълен комплекс от услуги – емитиране на ценни книжа, вторична търговия, клиринг и платежни разчети, депозитарно обслужване, разпространение на информация, хеджиране.

Чрез участия в съюзи и съдружия борсите се опитват да създадат общи търговски платформи, регистрационни стандарти, системи за клиринг и сетълмент. По този начин те отговарят на изискванията на мултинационални емитенти и

институционални инвеститори за хармонизация на търговията и постигане на по-висока ликвидност (Недев 2002, с. 128). Същевременно и борси от развиващите се страни и такива с икономики в преход също формират алианси и съдружия. Като примери могат да се посочат: ASEA (African Stock Exchanges Assoc.), FEAS (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges), в която участва и БФБ-София АД и др. Световната федерация на фондовите борси (World Federation of Exchanges) пък е най-голямата наднационална организация на пазарите на ценни книжа [6]. Тя функционира като централно звено в осъществявания се процес на хармонизация на борсовата търговия в световен мащаб.

Особености на фондовия пазар в България

Административно създаване и свръхрегулиране

Българският фондов пазар не съществува почти до края на XX век. Той стартира през 1907 г., не работи по време на Голямата депресия и е закрит от комунистическата власт през 1947 г., поради което пропуска важни събития и етапи от развитието на глобалната борсова индустрия. Важна особеност на съвременния национален фондов пазар е неговото, на практика, административно въвеждане след 1989 г. След приключването на първия етап на масовата приватизация, всички дружества, обект на раздържавяване по този начин, се листват задължително. Само някои от тях предприемат в последствие действия по отписването си и в момента българският фондов пазар търгува емисии, чиито брой надвишава в пъти публичните дружества на Румъния и е съизмерим с този в Германия (табл. 6). В същото време, активно се търгуват около 10-20 от тях, повечето листвани чрез процедура на IPO, много след процеса на приватизация.

Таблица 6. Брой листвани дружества

| държава/ година | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Германия | 761 | 742 | 704 | 690 | 670 | 665 | 639 | 595 | 555 | 531 | 450 |
| България | 369 | 404 | 398 | 390 | 393 | 387 | 381 | 443 | 434 | 425 | 409 |
| Хърватска | 359 | 356 | 271 | 240 | 233 | 211 | 192 | 193 | 186 | 160 | 155 |
| Румъния | 54 | 62 | 68 | 73 | 77 | 77 | 81 | 81 | 82 | 84 | 86 |
| Великобритания | 2 588 | 2 415 | 2 179 | 2 105 | 1 987 | 1 879 | 1 857 | 1 858 | - | - | - |
| САЩ | 5 109 | 4 666 | 4 401 | 4 279 | 4 171 | 4 102 | 4 180 | 4369 | 4381 | 4331 | 4336 |

Източник: World Bank Global Financial Development Database, www.worldbank.org; данните за България, 2014 г. до 2017 г., са за брой публични емисии, източник www.bse-sofia.bg

Световната банка не представя актуални данни за всички пазари, включително за българския. От отчета на БФБ е видно, че регистрираните публични емисии за 2016 г. са 425, а за 2017 г. – 409, но е важно да се направи уточнението, че броят на публичните емисии е по-висок от броя на публичните компании, от което произтича и разликата в данните.

Твърде високият брой публични емисии изкривява съществено стойностите на показателите за пазарна ликвидност, особено на равнището на оборота (показателят представя общия търгуван обем като дял от пазарната капитализация). При изкуствено висока пазарна капитализация и едва десет до двадесет активно търгувани дружества, делът на сделките от размера на пазара е подценен. Създава се впечатление за широк пазар, но това не отговаря на действителността.

Административното листване е причина и за проблема на високата концентрация на собственост поради продажбата на мажоритарни пакети на един инвеститор и задължителното листване. Концентрацията на собствеността и пазарната ликвидност са взаимно зависими, именно високата концентрация е посочвана като един от факторите за ниска пазарна ликвидност. От своя страна ниската ликвидност е причина мажоритарните акционери да не намаляват участието си, те ще го направят единствено, ако пазарът им предложи реална цена за техните акции и достъп до капитал при приемливи условия. Това изисква висока пазарна ликвидност, защото ефективният процес на откриване на цените не може да функционира по друг начин (Easley, O'Hara, 1992). От своя страна портфейлните инвеститори и спекулантите ще са активни, ако правата им на собственост са реално защитени. Реалната защита на правата изисква нулево опортюнистично поведение от страна на мениджмънта и мажоритарните акционери, което е трудно поради условията, характерни за компаниите с висока концентрация. Административното листване е нежелано от голяма част от емитентите, поради което те не използват опциите за привличане на капитал чрез регулирания пазар. Техните миноритарни акционери не разполагат с възможности за изход от инвестициите си поради ниските пазарни цени на акциите и високите транзакционни разходи като процент от възможните сделки.

Административният подход е и причина институциите да създадат фондов пазар, който да отговаря на високите номинални стандарти на най-развитите страни. Така те поемат риска да въведат регулации, които не съответстват на интересите на бизнеса и задушават развитието, вместо да го стимулират (Моравенов, 2004). Инвестиционната среда в България се характеризира със свръхнадзор. Регулаторният режим е твърде тежък и комплициран за възникващия национален фондов пазар, което повишава транзакционните разходи за всички агенти. От друга страна регулаторите търпят провал в прилагането на нормите за всички.

Табл. 7 представя данни за оценката на Световната банка за мястото на българския фондов пазар според показателите за ликвидност и въведени регулации и постиженията на страната при недопускането на корупция. Докато стойностите на показателите за ликвидност са сред най-ниските, то оценката за въведените номинални регулации с цел защита на инвеститорите поставят българския регулиран пазар 21 места пред този на САЩ и твърде близо до британския. В същото време, показателят, отчитащ недопускането на корупция, отрежда на България последно място сред изброените, което е и косвен белег за неспазването на правилата.

Таблица 7. Класиране на държавите според показателите за пазарна ликвидност, защитата на миноритарните инвеститори и допуснатата корупция

| Държава | Lm Rank [9] | MIR Rank [10] | Corruption Rank [11] |
|----------------|-------------|---------------|----------------------|
| САЩ | 1 | 35 | 16 |
| Великобритания | 2 | 4 | 10 |
| Германия | 3 | 49 | 10 |
| Чехия | 4 | 57 | 37 |
| Румъния | 5 | 57 | 58 |
| Хърватска | 6 | 29 | 50 |
| България | 7 | 14 | 69 |
| Словакия | 8 | 88 | 50 |

Източник: World Bank Global Financial Development Database, www.worldbank.org и собствени изчисления

Процесът на въвеждане на регулации изисква гъвкава преценка, която да се отнася за всеки фондов пазар отделно и се усложнява поради глобалното изискване за хармонизиране на регулациите, отнасящи се до защитата на инвеститорите. Хармонизацията, според Frost, Gordon, Hayes (2002), редуцира бариерите пред чуждите инвеститори и възприемането на стандарти на фондовия пазар винаги повишава пазарното качество. Несъвместимостта на националната институционална структура с институционалните системи на развитите пазарни икономики, от една страна, е вид регулаторен провал. От друга страна, основен проблем в процеса, е сложността да се прецени доколко рецепцията на регулации е подходяща за съответния пазар. Прекомерната хармонизация на регулациите също може да предизвика регулаторен провал.

Според Carpio (1995) възникващите пазари са рискови не само поради политическите фактори, но и защото са малки, а налагането на високи ка-

питалови изисквания на тези пазари е опасно, тъй като изискванията са за големи и диверсифицирани икономики. Възможно е повишаването на границите на отговорността твърде високо да доведе до неоптимално предлагане на финансови услуги. Според Bruno и Claessens (2007) техническото пренасяне на регулации от развитите към възникващите пазари може да се определи като „твърде много от нещо добро” (too much of a good thing). Според Litvak (2007) твърде високите изисквания към публичните компании водят до делистването им или до регистрацията им на друг фондов пазар, в друга държава. Това е причината да не се вижда подобрене, въпреки изравняване на стандартите за защита. Често добрите практики, формирали съответните регулации, не работят толкова добре на друг пазар, при други инвестиционни традиции, поради зависимостта от изминатия път [12]. Ефектът от хармонизацията в такива случаи може да се квалифицира като свръхнадзор със съответните отрицателни последици за ликвидността на фондовия пазар.

Явлението „твърде много от нещо добро” е регистрирано на българския фондов пазар. Пазарната ликвидност бележи повишение до 1 ноември 2007 г., а периодът се характеризира с хармонизиране на нормите поради приемането на България в ЕС. След тази дата българският регулатор въвежда пълно прилагане на Директивата за пазарите на финансови инструменти (MiFID) и на практика свръхрегулира инвестиционния процес. В резултат стойностите на показателя пазарна активност (MA) бележат трайна тенденция на понижение, като в рамките на пет месеца се понижават двойно (от 8,39 до 4,06) и десеторно до 0,84 до средата на 2009 г.

Едно от сериозните последици от свръхрегулирането на местния фондов пазар е двустранното ограничаване на достъп (North, Wallis, Weingast, 2006) – инвеститорите търпят понижено предлагане на финансови услуги поради оттеглянето на емитенти и финансови институции, а емитентите напускат пазара поради високите изисквания за листинг и съответно търпят понижен достъп до външен капитал (вж. табл. 8). Следствие от това е сривът на предлагането на качествени инвестиционни активи. Процесът представлява вграден механизъм за защита на свободния пазар и води до замръзването на пазарната ликвидност.

Таблица 8. Данни за достъпа до финансови услуги на „БФБ – София” АД

| Година | Брой емисии на БФБ-София АД | Брой членове на БФБ-София АД |
|--------|--------------------------------|---------------------------------|
| 2007 | 509 | 79 |
| 2008 | 557 | 84 |
| 2009 | 555 | 86 |
| 2010 | 528 | 74 |
| 2011 | 507 | 69 |
| 2012 | 496 | 66 |
| 2013 | 495 | 64 |
| 2014 | 443 | 57 |
| 2015 | 434 | 55 |
| 2016 | 425 | 52 |
| 2017 | 409 | 51 |

Източник: „Българска Фондова Борса – София” АД, www.bse-sofia.bg

Прекомерните регулации влияят на финансовата система и на фондовия пазар много по-широко. Според Endo и Ghon Rhee (2006) свръхнадзорът върху първичните (IPOs) и вторичните (SEOs) публични предлагания, както и рестриктивните изисквания за регистриране за търговия на борсата, са фактор за нарастване на предлагането и търсенето на държавни дългови книжа с фиксиран доход (crowding out). Този процес унищожавя фондовия пазар. Свръхпредлагането на държавни ценни книжа е и фактор за понижена алокативна ефективност.

Развитието на борсовия пазар в България в периода 2007 – 2017 г., както е показано в табл. 8, доказва тенденцията на двустранно ограничаване на достъпа (North, Wallis, Weingast, 2006). Процентното измерение на явлението е 26,57% намаление на публичните емисии и 40,70% намаление на инвестиционните посредници.

Административният подход създава проблеми и при опитите за следване на тенденцията на комерсиализация, характерна за началото на двадесет и първи век. Конкуренцията на алтернативните системи за търговия с ценни книжа принуждава борсите да инвестират огромни ресурси, за да отговорят на предизвикателствата на съвременния търговски процес, поради което те се отварят за външни акционери. През 2010 г. БФБ-София АД вече е

публично дружество, но това е предшествано от увеличение на капитала под условие. При това увеличение, Министерство на финансите придобива мажоритарен дял, което, в комбинация с преобладаващата държавна собственост в Централния депозитар, поставя правителството и централната банка в ролята на принципал на пазарната инфраструктура. Тази структура на собствеността на двете най-важни институции пречи на задълбочаването на „маркетизацията” в българското акционерно дело.

Новините за чуждестранен интерес към българския регулиран пазар преди 2009 г. предизвикват силен положителен ефект върху ликвидността поради перспективите за видимост на българските публични компании. Отказът от приватизация на борсовия оператор е лоша новина точно поради срива на потенциалния брой нови пазарни участници. Нарастването на държавния дял над 50% от собствеността върху пазарния оператор е белег за процес, обратен на приватизация. От друга страна, централният депозитар все още не може да стартира като клирингова къща [13], поради което най-важният инструмент на симетричния инвестиционен процес (късите продажби) е недостъпен. Причина за това е ниският капацитет, а приватизацията е начинът за качествена промяна.

Като част от пазарната инфраструктура (изцяло с мажоритарна държавна собственост), българският фондов пазар е с високо институционално влияние върху ликвидността. То се изразява в предоставените услуги на инвеститорите и емитентите, в достъпа до качествени инвестиционни активи, в осигуряването на правата на собственост чрез правилата за листване и търговия и чрез транзакционните разходи.

Таблица 9. Резултати от влиянието на фактор „Пазарна инфраструктура”

| Изследвани показатели | Брой сделки | Заместващ показател за оборот |
|-----------------------------------|----------------|-------------------------------|
| Средно дневно положително влияние | 67.08% | 78.88% |
| Средно дневно отрицателно влияние | -32.04% | -43.82% |

Източник: (Найденова, 2020)

Мажоритарното държавно участие в капитала на дружествата от пазарната инфраструктура ги прави проводници на държавната политика, а държавата се определя като най-спорният агент в най-пазарната част от стопанската система – фондовият пазар. Тези дружества трябва да осъществяват

дейност с цел печалба, както всички звена от пазарната микроструктура. Откъсването на дейността им от целите на частните субекти причинява високи транзакционни разходи и липса на адекватна пазарна инфраструктура.

Проблемите на българския фондов пазар се задълбочават поради въвеждането на новите директива и регламенти от началото на 2018 г. Втората Директива за пазарите на финансови инструменти създава условия за нарастване на надзорната база и за ограничаване на възможностите за търговия с деривативи и чрез маржин системите, особено що се отнася до непрофесионалните инвеститори. Регламент 600/2014 задълбочава проблемите като създава условия за ограничаване на позициите на инвеститорите в деривативни инструменти и ред други рестрикции, свързани със сделките срещу собствен капитал и извънборсовите транзакции. Допълнителни проблеми за крехката пазарна ликвидност на българския фондов пазар произтичат от въведените прагове за ликвидност и минимални стъпки на котирание в Регламент 588/2017.

Поради мястото си на българския фондов пазар (не само чрез надзорния орган и нормативните актове, но и като мажоритарен акционер в пазарния оператор и депозитарната институция), държавата, както и множество професионални асоциации, създават стратегия за развитие на българския капиталов пазар. Тази стратегия отчита важните проблеми, а именно ниската ликвидност и непривлекателността на пазара както за големите институционални инвеститори, така и за емитентите. Като причини се изтъкват както административната тежест, така и липсата на важна финансова инфраструктура. Стратегията предвижда необходими мерки за повишаване на привлекателността на пазара (клиринг система, нови инструменти, включително деривативни, раздвижване на „спящите“ акции, намаление на концентрацията на собствеността), но въвеждането им не е факт (КФН, 2016).

Изоставане от световните тенденции

Двадесет и първи век потвърждава формираните се тенденции от средата на двадесети век, отнасящи се до финансовите пазари. На първо място е финансиализацията. Все по-голям дял от инвеститорите в световен мащаб са сред индивидите и компаниите извън финансовите среди. Все по-голям дял от печалбите на фирмите се дължат на инвестициите им на капиталовите и паричните пазари. Този процес не е видим в България. Основната част от финансовите ресурси се държат в банките – над 90%, като делът е стабилен за последните десет години (табл. 10). При колективните инвестиционни схеми процентът гравитира около единица, единствено при пенсионните фондове се наблюдава стабилно нарастване, но това се дължи на админи-

стративното задължение за ежемесечни вноски в размер на 5% от заплатите на всички работещи на трудов договор.

Таблица 10. Активи на българските институционални инвеститори

| годи- на | колективни инв. схеми | пенсионни фондове | банкова система | общо за |
|-------------|--------------------------|----------------------|-------------------|-----------------------|
| | активи млн. лв. | активи млн. лв. | депозити млн. лв. | годината, млн. лв. |
| 2017 | 1 870 | 12 700 | 72 383 | 86 953 |

Източник: www.bnb.bg, www.fsc.bg, <https://abanksb.bg>

От своя страна банките не са основен инвеститор на българския капиталов пазар, а на пазара на държавен дълг, което задълбочава процеса на неефективна капиталова алокация чрез по-високия достъп на държавата до евтин ресурс при пласирането на вътрешния и външния дълг. Към края на август 2017 г. българската банкова система общо притежава капиталови инструменти на стойност под 84 млн. лв. [14], което е дял под 0,10%.

Другите две важни тенденции – дезинтермедиацията и нарастващото структуриране на финансови инструменти чрез секюритизацията – също не са характерни за българския финансов сектор. Активите на българските дружества за секюритизиране на недвижими имоти и вземания са на стойност 1653,198 млн. лв. към края на 2009 година (точно в началото на кризата в България), като 519,6 млн. лв. от тях представляват държавни ценни книжа и парични средства (Врабчев, Захаријева, 2009). Средната цена жилищната площ в България през 2017 г. е 511 евро на квадратен метър [15]. При налични 288 690 003 квадратни метра обща жилищна площ [16], това означава, че само тази част от активите на българските граждани е на стойност 147 520 591 533 евро. Банковите кредити са на стойност малко под 58 млрд. лв. Накратко – дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти и вземания секюритизират под половин процент от недвижимите имоти и задълженията към банките, като сред активите, годни за секюритизация, не са включени междуфирмените задължения, недвижимата собственост на компаниите и вземанията на фирмите от държавата и общините по договори. Отсъстват и банковите, и корпоративните емисии на структурирани облигации.

Отсъстващата секюритизация е причина за неадекватно ниското предлагане на достатъчно качествени и разнообразни финансови инструменти.

Липсва базата от активи, която да привлече публични компании, банки, институционални и индивидуални инвеститори, включително чуждестранни.

Дезинтермедиацията е важен процес на финансовите пазари и е свързана с намаляващата роля на банките в процеса на финансиране на компаниите и физическите лица, както и при управление на свободните им капитали. Освен, че намалява значението и ролята на банките, процесът води и до нарастване на фондовете, насочени към финансовите пазари, точно поради намаленото влияние на банковите институции при финансирането на фирмите и управлението на спестяванията. Банките държат значителни ресурси и когато кредитната им роля намалява, те естествено се включват в процесите на секюритизация както като купувач на активи, така и при структурирането на нови продукти с цел финансиране на клиентите им. По този начин процесът на финансиализация се задълбочава, като нараства ролята на капиталовите пазари. За пазар като българския това е от изключително значение, тъй като финансовите услуги у нас не са развити, а банките разполагат с голяма пазарна сила.

Изводът е, че на фондовия пазар в България реално отсъстват ефектите на финансиализацията, секюритизацията и дезинтермедиацията. Поради това той се характеризира със слабо предлагане на качествени активи и ниска атрактивност, т.е. не генерира интерес нито за емитентите, нито за инвеститорите.

Предизвикателства пред БФБ-София

Проблеми на борсовия дизайн

Организацията на търговския процес е различна за всеки фондов пазар и е в съответствие с правилата за търговия и избраната търговска система. Терминът, с който се определя спецификата на механизма на сключване на сделките поради тези фактори за всяка фондова борса, е „борсов дизайн” (exchange-design) и включва:

- минималната разлика между две поръчки (tick sizes);
- наличие или не на назначени специалисти (маркет-мейкъри) (designated market makers);
- наличие или не на консолидиран списък на поръчки (consolidated limit order books);
- тип на механизма на търговия – хибриден (hybrid trading mechanism) – търговският процес се извършва чрез консолидиране на поръчките и чрез маркет-мейкъри или автоматизирана търговия (automated trade execution) (Jain, 2003).

Различията в търговския процес представляват степента, до която даден фондов пазар е част от глобалните тенденции на хибридизация и автоматизация.

Процесът на хибридизиране не е застъпен на българския фондов пазар и това се определя като една от причините за ниската му ликвидност. Според Grossman и Miller (1988) маркет-мейкърите предлагат незабавност чрез постоянното си присъствие и готовност да носят риск поради отворените позиции, а броят им и нивото на незабавност, което доставят, определя равновесното ниво на ликвидността на пазара. Endo и Ghon Rhee (2006) отчитат, че покупката на акции само поради инвестиции или продажбата само поради решение за излизане от позицията (divestment), не е достатъчно да се запази пазарът ликвиден. Според тях повечето възникващи пазари са движени само от поръчките (purely order-driven) и нямат институционални маркет-мейкъри, т.е. разчита се единствено на търсене и предлагане от инвеститорите, което не създава условия за повишаване на ликвидността. Точно такава е ситуацията и на българския фондов пазар – търговията не се поддържа от маркет-мейкъри, единствено наличните в системата поръчки осигуряват търсенето и предлагането на акции.

Правилникът на БФБ София АД позволява назначаването на маркет-мейкъри за емисиите, но не изисква такива. Назначаването на маркет-мейкъри не е ефективно за неликвидните пазари. Тези институции осигуряват незабавност, но на възникващите пазари трябва да го правят в условията на концентрирана собственост (съответно отказ на портфейлните инвеститори да купуват и условия за монополистично определяне на цената от мажоритарния акционер), дисбаланс на търсенето и предлагането (необходимост от огромен ресурс за осигуряване на сделките) и високи спредове (изисквана висока капиталова печалба, съответно търсене при ниски цени). Изброевите характеристики описват неликвидните активи и са факт и в България. Именно поради тези особености опитът на БФБ-София АД да принуди компаниите да назначат маркет-мейкъри, при заплахата от прехвърляне на емисиите на непрестижен сегмент с ограничени възможности за търговия, не даде резултат. Мажоритарните акционери не осигуриха ресурс да поемат предлагането, съответно не наеха маркет-мейкъри и книгата им станаха още по-„невидими” за публиката, след като бяха отделени на друг пазар [7], с много по-ниски възможности за инвеститорите. Резултатът от тези решения е допълнително понижение на пазарната ликвидност.

Тенденцията на автоматизация е напълно застъпена при българската борсова търговия с акции. Автоматизираните търговски системи са по-евтини за изграждане и опериране от дилърските системи и системите на търговия на борсовия под (характерни за повечето изградени и развити пазари) и повечето възникващи пазари оперират с такива системи (Domowitz, Glen,

Madhavan, 2001). Те предоставят лесен отдалечен достъп на инвеститорите и задържат неизпълнените поръчки в консолидиран списък (consolidated order book) за възможно бъдещо срещане. Електронните системи са и причина за разпространението на мрежови продукти за самостоятелен достъп – търговските платформи. Българският фондов пазар също предоставя възможност на инвестиционните посредници да разработват системи за дистанционна търговия, както и предлага собствена такава за желаещите инвеститори.

Процесът на повишаване на прозрачността е глобална тенденция и се отнася до хармонизиране на борсовите правила за търговия и листинг. Висока ликвидност имат тези пазари, които налагат високи изисквания за разкриване на информация на листваните компании и създават и стриктно прилагат правила за търговия, забраняващи злоупотреба с вътрешна информация и пазарни манипулации. Важна част от прозрачността се осигурява чрез самите пазарни оператори, които в съвременните условия и разпространяват, и поддържат налична информацията за публичните компании (Frost, Gordon, Hayes, 2002). В България изискванията са изпълнени – стриктно се следи информационния поток, операторът е изградил система за дистанционно и своевременно подаване и разпространение на информация.

В аспекта на прозрачността, важни характеристики на регулираните пазари в световен мащаб, са борсовите стандарти, представени от борсовите правила за листване и търговските правила. Важен аспект е и готовността да се прилагат спрямо всички посредници, инвеститори и емитенти, което поставя регулираните пазари като важен институционален фактор. Тези правила са част от нивото на прозрачност, тъй като осигуряват правата на собственост на инвеститорите.

Правилата за листване представляват изискванията към компаниите за съответствие с нормативните актове, уреждащи публично търгуването активи, постигнатите от тях резултати в миналото, свободно търгувания обем (брой акции, притежавани от миноритарни акционери). Търговските правила включват регулации срещу пазарните манипулации, срещу злоупотребата с вътрешна информация, за уреждане на конфликтите „брокер-клиент“, срещу уговорените сделки (не са забранени в България) и относно разкриването на информация и също са обект на хармонизация. Правилата срещу пазарна манипулация (market manipulation) се отнасят до търговските практики, които влияят на цените на активите и съответно дават възможност да се печели за сметка на другите пазарни участници. Правилата срещу злоупотребата с вътрешна информация се отнасят до информиранията търговия и съответно до инсайдрските печалби. Правилата, уреждащи конфликтите „брокер-клиент“, се отнасят до действията, които брокерите могат да предприемат, докато са агенти на клиента и така да се облагодетелстват за негова сметка чрез фронт-рънинг, нарушаване на приоритета или фиктивни

поръчки. Правилата срещу предварително уговорените сделки (pre-arranged trades) уреждат случаите, в които брокерите едновременно въвеждат поръчки на идентична цена и количество, които системата среща веднага.

Някои пазари са разписали много детайлни правила и списък с непозволени практики, други използват по-генерални, рамкови правила. Според Cumming, Johan и Li (2009) правилата за борсова търговия, които специфицират в детайли пазарните манипулации, улесняват търговията и влияят положително на пазарната ликвидност и на ефективността на фондовия пазар, защото не оставят съмнения при тълкуването на спорните действия.

Българският фондов пазар се характеризира с правила за листване, които позволяват концентрация на собствеността и съответно твърде нисък свободен търгуем обем. Най-високият борсов сегмент (основен пазар BSE, сегмент Premium) изисква едва 25% от емисията да е притежание на миноритарни акционери. Правилата за търговия в България не забраняват кросовите [8] и предварително уговорените сделки. Тези слабости са фактор за ниската пазарна ликвидност чрез възможностите за неконкурентно окрупняване на пакети и изкривяването на пазарната информация. Останалите изисквания, насочени срещу манипулирането на цените и обемите и информираната търговия, са част от правилата на българския фондов пазар.

Повишаване на пазарната ликвидност

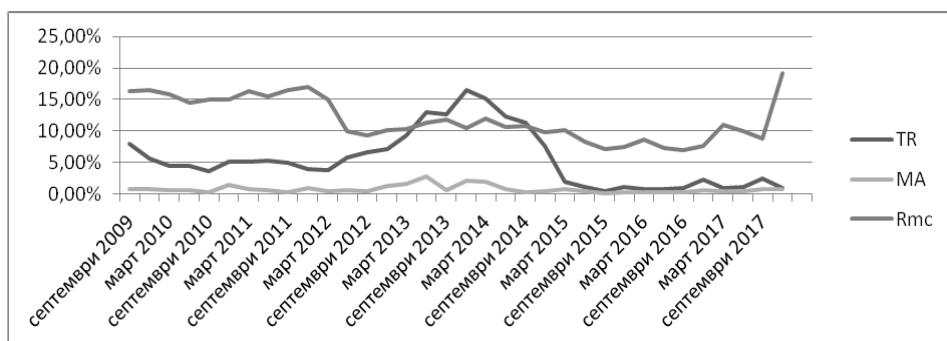
Съвременният фондов пазар в България е неликвиден. Сравнена с ликвидността на развитите пазари, българската е десетки пъти по-ниска (вж. табл. 11). Сравнението е на база на агрегирания относителен показател за пазарна ликвидност „пазарна активност” (market activity). Той представя общата стойност на сделките (Total Value Traded, TVT) като дял от БВП, самият той – показател за размера на икономиката. Показателят се среща и под името „равнище на търгувания обем” (VTR, value traded ratio) (Beck, Demirguc-Kunt, Levine, 2009). Липсата на представени данни за всички години не позволява сравнение, но на база данни от БФБ за годишния оборот за 2017 г. (705 850 938 лв.) и данните на НСИ за БВП за 2017 г. (98 631 млн.лв.), стойността на показателя „пазарна активност” на българския капиталов пазар за 2017 г. е 0,72, което е изключително нисък резултат и показва влошаване спрямо 2013 г.

Таблица 11. Пазарна активност

| година / държава | Германия | България | Хърватска | Румъния | Великобритания | САЩ |
|------------------|----------|----------|-----------|---------|----------------|--------|
| 2007 | 94.62 | 15.16 | 7.30 | 1.62 | 128.88 | 295.99 |
| 2008 | 111.65 | 2.41 | 4.56 | 0.59 | 95.13 | 320.99 |
| 2009 | 52.31 | 0.94 | 2.33 | 0.99 | 118.60 | 237.93 |
| 2010 | 43.74 | 0.75 | 1.76 | 1.00 | 132.25 | 240.74 |
| 2011 | 41.88 | 0.56 | 1.49 | 1.58 | 116.33 | 264.50 |
| 2012 | 35.27 | 0.67 | 0.96 | 1.17 | 93.36 | 200.24 |
| 2013 | 34.98 | 1.58 | 0.96 | 0.56 | 61.59 | 199.19 |
| 2014 | 32.62 | 0.84 | 0.85 | 0.81 | 77.97 | 223.65 |
| 2015 | 42.80 | 0.41 | 0.86 | - | - | 228.46 |
| 2016 | 32.32 | 0.37 | 0.62 | - | - | 225.89 |
| 2017 | 42.38 | 0.72 | 0.79 | - | - | 205.18 |

Източник: World Bank Global Financial Development Database, www.worldbank.org и собствени изчисления (България, 2014 г. – 2017 г.).

Ниските стойности на показателя са единият аспект на проблема. Ликвидността на българския фондов пазар се подобрява до средата на 2007 година, след което започва трайна тенденция на влошаване, която връща нивата на пазарна ликвидност до началото на двадесет и първи век (фиг. 2).



Източник: Собствени изчисления на база данни от „БФБ – София” АД

Фиг. 2. Стойности на показателите равнище на оборота (TR), пазарна активност (MA) и равнище на пазарната капитализация (Rmc)

Ниската пазарна ликвидност представлява едно от най-важните предизвикателства пред българския фондов пазар. Този проблем трябва да бъде решен, за да стане пазарът полезен за националната икономика. Полезността на фондовия пазар представлява възможността той да осигурява финансови ресурси за компаниите и изход (дезинвестиция) на инвеститорите. Това изисква стабилен процес „going public” (желание за листване от страна на емитентите) и интерес от страна на инвеститорите, които да купуват емисиите им. Ликвидността е пазарното качество, което е задължително за привличането както на инвеститори, така и на емитенти.

Асиметричност на търговски процес

Инфраструктурата за маржин търговията (margin trade) (маржин покупки и къси продажби) е значима част от пазарната микроструктура и е особено важна за всеки фондов пазар. Тя включва маржин сметки (margin accounts), система на маржин заемане (margin lending) и система на заемане на книжа (stock lending). Маржин инфраструктурата изисква специфичен и адекватен регулаторен режим, активни парични пазари, стабилен клиринг, сетълмент и депозитарни системи, както и развити пазари на деривативи за осигуряване на хеджирането на инвеститорите.

Системата на маржин търговия осигурява възможности за търговия на кредит в двете посоки и съответно симетричност на пазара. Пазарните възможности за бързи покупки и продажби намаляват системния риск, докато възможността само за покупки води до балони и съответно несиметрично развитие на пазара, отклонение от фундаменталната стойност, последвано от колапс и бавно възстановяване (Endo, Ghon Rhee (2006)). Всички посочени характеристики на маржин търговията увеличават пазарната ликвидност, защото предоставят допълнителни възможности за сделки на агентите и съответно за печалба – да продават книжа, които не притежават и да купуват книжа с пари, с които не разполагат. Според Endo и Ghon Rhee, (2006) въпросите за маржин търговията са основни за пазарната ликвидност. При този тип сделки, според тях, е важен балансът между ефективност и стабилност на системата, който би могъл да се превърне в регулаторен и пазарен провал.

В България инфраструктурата за заемане на книжа все още не функционира (не е налична процедура, осигуряваща неперсонифицирана връзка между собственика на книгата и спекуланта). Нормативната база, определяща достъпните емисии за къси продажби, може да се характеризира като свръхнадзор (броят им обикновено е от две до четири). За разлика от недостъпността на късите продажби, покупките чрез маржин са широко разпространени.

Допусканата от теорията асиметричност на пазара при такава регулационна база е факт на българския фондов пазар. След 2008 г. индексите де-

монстрират остър спад, последван от бавно и неустойчиво възстановяване (индексът Sofix е стабилно под 700 при максимална стойност през 2007 г. близо 2000) – белези, характерни за асиметричните пазари, на които репо покупките не са в комбинация с къси продажби. Това определя съответната институционална рамка като регулаторен провал поради некачественото нормотворчество и неадекватната инфраструктура, самите те причина за асиметричния пазар.

Безалтернативност на консолидацията

Българският фондов пазар остава встрани и от друга важна глобална тенденция, а именно консолидацията. Докато големи фондови борси от Европа и Америка се сливат с цел да останат силни и да предложат на инвеститорите и емитентите си широка база на множество и различни пазарни участници, българската остава самостоятелен оператор, при това в условията на ниска ликвидност и непривлекателност на българските публични дружества като инвестиционна алтернатива.

Българското правителство отхвърля всички предложения от страна на влиятелни европейски пазарни оператори за сливане или придобиване, подадени през периода 2006 – 2008 г. Допълнително през 2010 г. Министерство на финансите записва по непазарен начин, чрез увеличение на капитала под условие, мажоритарния дял от акциите в пазарния оператор и превръща най-пазарната част от българската икономика в държавна собственост. С това възможностите за консолидация, на този етап, се преустановяват.

Чуждестранният интерес с цел придобиване на българския регулиран пазар преди 2009 г. вече не е факт, вероятно и поради наличието на мажоритарен акционер в лицето на Министерство на финансите. Мощните процеси на консолидация, обединяващи най-големите борси, ги правят още по-силен конкурент на малкия национален възникващ пазар и той остава напълно невидим за чуждестранните инвеститори, съответно непривлекателен за листване за големите национални компании. Този ефект засилва явлението „двустранно ограничаване на достъпа”, тъй като води до понижаване на качеството на достъпните инвестиционни активи.

Въпреки това, българският пазарен оператор намира начин да се включи в процеса на консолидация през 2014 г. с инициативата SEE LINK [17]. SEE LINK стартира като проект на фондовите борси на България, Македония и Хърватска. Целта е да се създаде регионална инфраструктура, чрез която инвеститорите да могат да търгуват книжа на публичните дружества от трите пазара. Идеята се базира на интегриране на пазарите без да се налага сливане или друг вид корпоративно придобиване на борсовите оператори. Инфраструктурата позволява инвеститорите да търгуват с листваните еми-

сии от трите пазара, без да е необходимо да ползват отделни платформи, посредници, депозитарни и банкови институции.

Трите пазарни оператора създават новото дружество SEE LINK със седалище в Македония и притежават равни дялове от капитала. Европейската банка за възстановяване и развитие подпомага проекта с 540 000 евро. Допълнително трите борси инвестират общо 80 000 евро за да формират основния капитал на новото дружество. Събраните средства се инвестират в електронна платформа за поръчки, която да опосредства сделките на инвеститорите, като предоставя информация на инвестиционните посредници, обслужващи сделките. Планира се в бъдеще системата да е достъпна и за институционални инвеститори, които не са инвестиционни посредници. Платформата представлява регионална инфраструктура за търговия с книжата, листвани на трите борси, както и техническа интеграция на трите пазара.

Системата дава възможност брокерите да предават за изпълнение поръчките на своите клиенти за сделки с ценни книжа на някой от другите пазари, за които те не са резиденти. Тези брокери (originating brokers) подават поръчките на резидентните за съответния пазар брокери (executing brokers), които използват системата за приемане на поръчките и за предаване на информация по сделките. Всички членове на съответните фондови борси могат да се регистрират за работа с платформата SEE LINK. Системата изисква те да сключат договор с друг инвестиционен посредник, който е член на фондовата борса в страната, за която тези посредници не са резиденти.

SEE LINK не предоставя директен достъп до другите фондови борси, а само възможност за подаване на поръчки. Системата не поддържа и функции по осъществяване на клиринг и сетълмент и гарантиране. Сделките, доставката на книжата и паричните средства и попечителските дейности се извършват от съответния брокер, резидент за съответния пазар, с който местният брокер има договор. SEE LINK позволява търговия само с някои видове финансови инструменти, а именно обикновени и привилегирани акции, права и държавни ценни книжа.

Успешният старт на системата бързо привлича голям инвеститорски интерес и това става причина за присъединяването към проекта на фондовите борси на Словения, Сърбия, Босна и Херцеговина, Черна гора и Гърция. В момента SEE LINK осигурява достъп на инвеститорите до над 1300 емисии ценни книжа. От април 2016 г. системата изчислява 2 собствени индекса, съставени от 16 те най-търгувани емисии. И двата индекса се състоят от едни и същи компании, но се изчисляват по различни алгоритми – на база пазарна капитализация, коригирана със свободния обем и равно претеглен. За период от година и девет месеца индексите добавят над 27% към стойността си.

SEE LINK не е решение на проблемите на БФБ София АД, но е начин да се увеличи броя на инвеститорите с достъп до книгата на българските публични дружества. Това е де факто консолидация на регионален принцип, с редица възможности както за емитентите, така и за инвеститорите и инвестиционните посредници.

Заклучение

Капиталовите пазари преживяват революция, задвижвана от технологиите и изразяваща се в радикални структурни промени. Процесите на електронизация и дигитализация рязко увеличават обемите на търговия и ликвидността, намаляват разходите за посредничество и разширяват достъпа до пазарите. Конкуrentният натиск на новите електронни търговски платформи принуждават борсовите пазари да направят съществени промени в своя бизнес модел. За да намалят транзакционните разходи и да предложат сделки на всички инвеститори, те се автоматизират и хибридизират, за да останат силни, те се консолидират и комерсиализират, а самият инвестиционен процес се институционализира.

Докато световната търговия с ценни книжа се променя, българският капиталов пазар остава встрани и все още не е част от по-голяма пазарна структура. Административното му създаване и намесата на държавата в пазарната инфраструктура създават условията за свръхрегулиране, концентрация на собствеността, двустранно ограничаване на достъпа и съответно ниски нива на ликвидност и атрактивност. Това държи потенциалните пазарни участници, включително чуждестранните инвеститори, далеч от България като инвестиционна капиталова дестинация.

Настоящото изследване показва, че като цяло формулираните мерки в приетата през 2016 г. „Стратегия за развитието на капиталовия пазар в България” са подходящи и навременни. Същевременно обаче, към проблема следва да се прилага по-широк и комплексен подход – развитието на пазара не следва да се анализира самостоятелно, а като част от финансовата система и през призмата на конкурентното банково посредничество. В контекста на функционалната теория за финансите (Merton and Bodie, 1995), разходите по сделките на фондовия пазар, сравнени с тези на кредитния пазар, са от ключово значение. Тяхното редуциране следва да се търси в: преосмисляне на системата за регулиране и надзор; опростяване на процедурите, свързани с емисиите, листването и търговията с корпоративни ценни книжа; приватизацията и консолидирането на БФБ – София с цел реализиране на икономии от мащаба и повишаване на капацитета за внедряване на технологични иновации; стимулиране развитието на институционалните инвеститори и оттук – намаляване разходите за участие на индивидуалните инвеститори.

Бележки:

[1] За сравнение, търговските сесии на Нюйоркската фондова борса (NYSE) протичат между 9:30 и 16:00 ч. (EST), тези на фондовата борса в Лондон (LSE) са между 8:00 и 16:30 ч. (GMT), а търговия на Токийската фондова борса (TSE) протича между 9:00 и 15:00 ч. (местно време).

[2] Вж. www.nasdaq.com

[3] Вж. www.island.com

[4] Част от структурата на Нюйоркската фондова борса (NYSE).

[5] ECN платформа на едноименния борсов алианс.

[6] Вж. World Federation of Exchanges. www.world-exchanges.org

[7] Алтернативен пазар, BaSE Market.

[8] При тези сделки един инвестиционен посредник представлява купувача и продавача на акциите, съответно брокерът въвежда едновременни поръчки за покупка и продажба и системата ги среща автоматично, в случай, че цените са в пазарния спред.

[9] Място на държавата в подреждането на база стойности на показателите за пазарна ликвидност.

[10] Място на държавата в подреждането на Световната банка на база създадени институции за защита на правата на миноритарните инвеститори (Minority Investors Rights), за всички държави.

[11] Място на държавата в подреждането на Световната банка за некорупционна среда, за всички държави.

[12] Институциите са групов, обществен феномен, формират се чрез ценностната система и цивилизационните процеси, които се състоят поради историческото и културното развитие, включително наложилата се религия. Тези фактори заедно формират основата, определяна в икономическата литература като зависимост от взетите в миналото решения, зависимост от изминатия път (path dependence). Попов, Т., Седларски Т. (2012). Институционална икономика. Възможности и неизползван потенциал. София: УИ „Св. Климент Охридски”, с. 1-377.

[13] Една от функциите на клиринговата система е да предоставя възможности за автомативно заемане на ценни книжа, съответно за отваряне на къси позиции, без необходимост инвеститорът да търси заемател.

[14] Вж. www.bnb.bg

[15] Вж. Industry Watch. <http://www.iwatchbulgaria.com/wp-content/uploads/2017/08/IWATCH-Economic-Overview-2017-Summary.pdf>

[16] Вж.НСИ.<http://www.nsi.bg/bg/content/3147/%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D0%B5%D0%B7%D0%BD%D0%B0-%D0%BF%D0%BB%D0%BE%D1%89>

[17] Информацията за платформата е от сайта www.see-link.net.

Референции:

- Врабчев, А., Захариева, Г., Манев, М. (2009). Сравнителен анализ на дружествата със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) в България, САЩ и развитите европейски страни. Комисия за финансов надзор.
(Vrabchev, A., Zaharieva, G. Manev, M. 2009, Sravnitelen analiz na druzhestvata sas spetsialna investitsionna tsel (DSITS) v Bgaria, SAST i razvitite evropeyski strani. Komisia za finansov nadzor)
- Георгиев, Л., Вълканов, Н. (2014). Финансово посредничество, Стено, Варна.
(Georgiev, L., Valkanov, N. 2014, Finansovo posrednichestvo, Steno, Varna)
- Моравенов, М. (2004). Развитие на фондовия пазар в България и насоки за подобряване на неговата ефективност, Сиела, София.
(Moravenov, M. 2004, Razvitie na fondovia pazar v Bgaria i nasoki za podobryavane na negovata efektivnost, Siela, Sofia)
- Найденова, К. (2020). Институционален аспект на пазарната ликвидност в България. [Online]. Available at: <https://www.cceol.com/search/book-detail?id=829181>. [Accessed: March, 2020].
(Naydenova, K. (2020). Institutsionalen aspekt na pazarnata likvidnost v Bgaria. [Online]. Available at: <https://www.cceol.com/search/book-detail?id=829181>. [Accessed: March, 2020].)
- Канев, Д. (2017). Архитектура на избора. (Съветите на поведенческата икономика). Е-Литера Софт, Варна.
(Kanev, D., 2017, Arhitektura na izbora. (Savetite na povedencheskata ikonomika), E-Litera Soft, Varna.
- КФН (2016). Стратегия за развитие на капиталовия пазар в България. Available at: <http://www.fsc.bg/bg/novini/savetat-za-razvitie-na-kapitaloviya-pazar-odobri-strategiya-za-razvitie-na-balgarskiya-kapitalov-pazar-8278.html>
KFN, 2016, Strategia za razvitie na kapitalovite pazari v Bgaria, Available at: <http://www.fsc.bg/bg/novini/savetat-za-razvitie-na-kapitaloviya-pazar-odobri-strategiya-za-razvitie-na-balgarskiya-kapitalov-pazar-8278.html>
- Недев, Т. (2002). Борси и борсови сделки с ценни книжа. София: ЦИМ.
(Nedev, T, 2002, Borsi i borsovi sdelki s tsenni knizha, TSIM, Sofia)
- Недев, Т. (2014). Базови стратегии с опции и фючърси, ИК-УНСС София.
(Nedev, T., 2014, Bazovi strategii s optsia i fyuchersi, IK-UNSS, Sofia)
- Попов, Т., Седларски, Т. (2012). Институционална икономика. Възможности и неизползван потенциал, УИ „Св.Климент Охридски“, София.
(Popov, T., Sedlarski, T., 2012, Institutsionalna ikonomika. Vazmozhnosti i neizpolzvan potentsial, UI, Sv. Kliment Ohridski, Sofia)
- Симеонов, Ст. (2012). Значение на финансовите деривати в период на финансова несигурност и обща рецесия. Алманах научни изследвания при Стопанска академия, Том16, Академично издателство „Д. А. Ценов“ – Свищов.

- (Simeonov, St., 2012, Znachenive na finansovite derivati v period ana finansova nesigurност i obstha retsesia. Almanah nauchni izsledvania pri Stopanska akademia, tom 16, Akademichno izdatelstvo D.A.Tsenov – Svistov)
- Харари, Юв. (2018). НОМО DEUS. Кратка история на бъдещето. София: Изток-Запад.
- Шарп, У., Александер, Г., Бэйли, Дж. (1999). Инвестиции. Пер. с англ., ИН-ФРА-М, Москва.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2009). Financial Institutions and Markets across Countries and over Time. The World Bank: Policy Research Working Paper, 4943, pp. 4-46.
- Ben Slimane, F. (2012). The Structural Evolution of Stock Exchanges. *Recherches en Sciences de Gestion*, 6/93, pp. 47-71.
- Black, F. (1971). Toward a Fully Automated Exchange. *Financial Analysts Journal*, July/August and November/December, 27, pp. 29-35 and pp. 86-87.
- Bruno, V. and Claessens, S. (2007). Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? Paper presented to the World Economy and Finance Workshop, University of Amsterdam, October 2007, pp.1-50.
- Caprio, G. Jr. (1995). Bank Regulation: The Case of the Missing Model. Conference volume Brookings/KPMG conference on the Sequencing of Financial Reforms, pp.109-260.
- Cappon, A. (2014). The Brokerage World Is Changing, Who Will Survive? *Forbes* (Apr. 16).
- Cappon, A., Mignot, S. (2012). Exchange Consolidation: Scenarios for Eastern Europe. The CBM Group, Inc.
- Chesebrough, D., Martindale, W. (2018). Evolving Business Models and New Applications of Technology by Stock Exchanges. Discussion Paper, Principles for Responsible Investment, United Nations Environment Programme Finance Initiative.
- Chlistalla, M. and Lutat, M. (2009). The Impact of New Execution Venues on European Equity Markets' Liquidity – The Case of Chi-X. Berlin.
- Cumming, D., Johan, S. and Li, D. (2009). Exchange Trading Rules and Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics* 99 (3).
- De Haan, J., Osterloo, S., Schoenmaker, D. (2015). *Financial Markets and Institutions: a European Perspective*. Third Edition, Cambridge University Press.
- Domowitz, I. (2002). Liquidity, Transaction Costs, and Reintermediation in Electronic Markets. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 22, Iss. 1&2.
- Domowitz, I., Glen, J. and Madhavan, A. (2001). Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time. *International Finance* 4,2.
- Easley, D. and O'Hara, M. (1992). Adverse Selection and Large Trade Volume: The Implications for Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2.

- Endo, T. and Ghon Rhee, S. (2006). Margin Purchases and Short Sales in Emerging Markets: Their Rationales and Design Variables. Social Science Research Network, available at: <<http://ssrn.com/abstract=1327309>>, pp.1-55.
- European Commission (2015). Action Plan on Building a Capital Market Union. Staff Working Document SWD (2015) 183 final.
- Frost, C. A., Gordon, E.A. and Hayes, A.F. (2002). Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges. Social Science Research Network, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355361, pp.1-51.
- Grossman, S.J., Miller, M.H. (1988). Liquidity and Market Structure. Journal of Finance, VOL. XLIII. NO. 3, pp. 617-635.
- Jain, P. (2003). Institutional Design and Liquidity at Stock Exchanges around the World. Social Science Research Network, available at: , pp.1-47.
- Litvak, K. (2007). Sarbanes-Oxley and the cross-listing premium. Michigan Law Review, 105, pp. 1857-1898.
- Merton, R. C., Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial environment. In: „The Global financial System – A Functional Perspective”, Harvard Business School Press.
- Miller, J., Petranov, S. (2001). The Financial System in the Bulgarian Economy. Bulgarian National Bank Discussion Papers, DP/19.
- North, D., Wallis, J.J. and Weingast, B.R. (2006). Violence and Social Orders. A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History. Cambridge University Press.
- OECD (2016). Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation. In: OECD Business and Finance Outlook, OECD Publishing, Paris.
- World Bank. Global Financial Development Database, www.worldbank.org
- World Federation of Exchanges. Market highlights, www.world-exchanges.org

РАЗВИТИЕ НА ВОДЕЩИТЕ ФОНДОВИ ПАЗАРИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД „БФБ – СОФИЯ” АД

Резюме

Борсовата търговия отдавна не съществува в класическата си форма. Технологичните новости, приложени от електронните платформи и ОТС пазарите, предлагат допълнителни възможности на инвеститорите и ги привличат, което променя борсите. Възможностите за по-широк достъп до инвестиционния процес създават съвременните тенденции „финансиализация”, „комерсиализация”, „хибридизация”, „автоматизация”, „консолидация” и налагат повишаване на прозрачността.

Българският фондов пазар остава встрани от основните съвременни насоки на търговията с ценни книжа. Той е създаден административно, а държавата продължава да е мажоритарен акционер както в пазарния оператор, така и в депозитарната институция, обезпечаваша трансфера и съхранението на ценните книжа. Ниската ликвидност, високата концентрация на собствеността и липсата на основни инфраструктурни звена правят пазара неатрактивен, поради което той изостава от световното развитие.

Ключови думи: фондов пазар, борсова индустрия, пазарно фрагментиране, алтернативни системи за търговия, прозрачност, комерсиализация, консолидация, пазарна ликвидност, Българска фондова борса – София АД

JEL: G100, G240

DEVELOPMENT OF THE LEADING STOCK MARKETS AND THE CHALLENGES TO „BSE – SOFIA” AD

Lyubomir Georgiev, Krasimira Naydenova*

Abstract

Stock exchange trading does not exist in its classical form. Technological innovations implemented by electronic trading platforms and OTC markets offer additional opportunities to investors and attract them, changing bourses. Opportunities for greater access to the investment process create modern trends „financialisation“, „demutualization“, „hybridization“, „automation“, „consolidation“ and impose transparency.

The Bulgarian stock market remains unchanged from the mainstream trends in securities trading. It is created administratively and the state continues to be a majority shareholder both in the market operator and in the depository institution. The low market liquidity, the high ownership concentration and the lack of basic infrastructure units make the market unattractive, which is why it lags behind world developments.

Key words: stock market, stock exchange industry, market fragmentation, alternative trading systems, transparency, demutualization, consolidation, market liquidity, Bulgarian Stock Exchange

JEL: G100, G240

* Lyubomir Georgiev, PhD, Assoc. Prof., Department of Finance, University of Economics – Varna, email: lgeorgiev@ue-varna.bg

Krasimira Naydenova, PhD, Chief. Assist. Prof., Department of Finance, University of Economics – Varna, email: krassy_naydenova@ue-varna.bg