

РОЛЯТА НА СИСТЕМАТА ОТ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ КАТО МЕХАНИЗЪМ ЗА СТАБИЛНОСТ И ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ

Александър Апостолов¹
e-mail: alexander.g.apostolov@gmail.com

Резюме

В студията се представя преглед на ключовите участници на капиталовите пазари и съпътстващите ги рискове, фокусирайки се върху редица трансмисионни механизми, устойчивостта и потенциалните рискове за финансовата стабилност. Дискутират се ключови детерминанти за развитието на съвременните капиталови пазари и тяхната връзка с икономическия растеж, с акцент върху предизвикателствата, произтичащи от взаимосвързаността между банковите институции, сектора на небанковите финансови организации и капиталовите пазари. Отделя се специално внимание на ролята и значението на държавните политики, регулаторната рамка, степента на финансова отвореност и институционалната среда в контекста на въздействието на асиметричната информация върху капиталовите пазари и нейните последици върху инвестициите, финансовите пазари и значението им за поддържане на стабилността и прозрачността на една финансова система.

Ключови думи: капиталов пазар, риск, финансовата стабилност, икономически растеж

JEL: O43, G15, G14, K22

Увод

Капиталовите пазари са неразривно свързани помежду си, от една страна, а от друга – с бизнес моделите на редица от небанковите финансови институции (НБФИ) от различни части по света. Състоянието им често се използва като показател за състоянието на икономиките и неминуемо оказва значително въздействие както върху отделните инвеститори, така и върху финансовата система като цяло. От изключително значение е и ролята им като механизъм за стабилност, който осигурява на дружествата алтернативен начин за набиране на капитал – спомагайки за поддържане на стабилността им по време на финансова несигурност.

¹ Асистент, доктор, секция „Макроикономика“, Институт за икономически изследвания на БАН (ИИИ на БАН), ORCID: 0009-0006-8726-6291

От своя страна, институциите, опериращи в сектора на небанковото финансово посредничество (НБФП), което практически се развива на основа на капиталовите пазари, могат да играят ключова роля за насърчаване и на икономическия растеж – като осигуряват на компаниите достъп до капитал, небанковото посредничество може да помогне на предприятията да се развиват и да създават работни места, което от своя страна е стимул за икономиката. Фондовите борси от своя страна са и относително лесно-достъпна система, с която може да се улесни бързото алокиране на инвестиционния капитал към по-продуктивните сектори на икономиката, което би насърчило дългосрочния икономически растеж – предоставяйки лесно-достъпна платформа за определяне на цените и обмяна на информация, системата от капиталови пазари спомага за най-ефективното използване на капитала според фазата на икономическия цикъл, в която се намира съответната икономика.

Глобалната система от капиталови пазари включва в себе си многобройни, взаимосвързани фондови борси, редица регулаторни органи и институции, както и небанкови финансови институции, които от своя страна включват широк набор от субекти с разнообразни бизнес модели, включително различни видове инвестиционни фондове, акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), застрахователни корпорации, пенсионни фондове и брокер-дилър компании, попадащи под регулаторната рамка на множество международни юрисдикции. През последното десетилетие редица конюнктурни фактори и структурни промени в световната финансова система подпомогнаха тенденцията към увеличение на зависимостта на икономическите агенти именно от пазарното посредничество. След световната финансова криза например, НБФП в международен план нарасна значително и достигна в предкризисното първо тримесечие на 2020 г. до приблизително 48,3% от световните финансови активи, в сравнение с 42% през 2008 г. (FSB, 2020) – така целият небанков сектор (за сметка на банковия), започна да играе все по-ключова роля във финансирането на реалната икономика, в управлението на спестяванията на домакинствата и предприятията, като представлява ценна алтернатива на банковото финансиране и стимулира икономическата активност.

Въпреки редицата си предимства, система, основана предимно на фондовия пазар, има и своите недостатъци – капиталовия пазар през небанковото финансиране може да се превърне и в източник на сериозен системен риск за цялата икономика. Неотдавна НБФИ изиграха важна роля в предаването на шокове по време на финансовата криза от 2008 г. (Claessens et al., 2012), а оттогава насам, управляваните от сектора активи нараснаха значително – дори с по-бързи темпове от тези на банките (FSB, 2021). В унисон с тен-

денциите, отчитайки ключовата роля на небанковия сектор, националните и международните финансови регулатори увеличиха значително усилията си за количествено определяне и нормативно контролиране на дейностите на НБФИ и свързаните с тях уязвимости (ESRB, 2019). Обхватът и динамиката на икономическия шок и свързания с него ликвиден стрес, на които станахме свидетели през март 2020 г. например и последвалата Covid-19 пандемия, бяха безпрецедентни. Този епизод, в комбинация с последствията от конфликта в Украйна, открои проблеми, свързани с конкретни пазарни дейности и механизми, които предизвикаха системни ликвидни дисбаланси и разпространиха стреса, като ясно подчертаха необходимостта от засилване на устойчивостта на сектора на НБФИ, определяйки го като заплахата за стабилността и икономическия растеж.

Наред с нарасналата роля на глобалния небанков финансов сектор, последните данни показват, че НБФИ са все по-взаимосвързани с банките и на трансгранична основа. Съществуват редица изследвания, документиращи как банките в ЕС имат значителни трансгранични експозиции към небанкови финансови институции, като например инвестиционни фондове, секюритизиращи дружества и борсово-търгуеми компании, като над 60% от експозициите са към субекти със седалище извън ЕС. Особена загриженост предизвикват връзките между банките и НБФИ – и двата вида институции могат да участват в трансформирането на кредити, падежи и ликвидност, с което би могло да подпомогнат натрупването на дисбаланси в нормални времена и да предизвикат допълнително напрежение в случай на криза.

Разнообразието и нарастващото участие на небанковите субекти в предоставянето на финансиране води до все повече взаимовръзки, включително на трансгранична основа (BIS, 2021), което означава, че стресът в сектора лесно може да се разпространи и на по-широка основа към други части на финансовата система – рефлектирайки и върху стабилността и икономическия растеж, не само в локален, но и в глобален план.

Като се има предвид, че добре развитите капиталови пазари са от решаващо значение за финансирането на корпоративния сектор и често се използват от небанковите финансови институции като средство за насочване на финансирането от частния сектор към важни сегменти на икономиката, от съществено значение е да се разберат основните движещи сили свързани с развитието на капиталовите пазари, както и всички потенциални уязвимости и въздействието, което могат да окажат върху икономиката, като цяло.

Ето защо тази студия поставя основите на едно своеобразно глобално картографиране на трансграничните връзки между субектите в икономиката

(свързани с капиталовия пазар), като отчита и акцентира върху потенциалното взаимодействие на уязвимостите, взаимовръзките и на последиците от тях за стабилността на глобалната финансова система и свързаните с това рискове.

Капиталови пазари: трансмисионни механизми, устойчивост и рискове за стабилността

Системата от капиталови пазари включва в себе си многобройни и взаимосвързани фондови борси и НБФИ – секторът се характеризира със широк спектър от участници, използващи различни бизнес модели, подлежащи на различни регулаторни режими, наложени им от многобройните държавни финансови регулатори по целия свят. От друга страна, границите на това кои дейности са в компетенциите на НБФИ (за разлика от тези на банките), понякога могат да бъдат леко размити, също както и разграниченията между различните видове НБФИ – особено сравнени на основа юрисдикция/държава. Именно поради редицата условности и за да запазим фокуса на нашия анализ, ограничаваме обхвата на настоящия документ до НБФИ, чийто основен бизнес модел е свързан с капиталовите пазари, като същевременно имат най-голямо значение за стабилността (таблица 1). Разглеждат се основно тези от тях, които чрез своите бизнес модели, включващи ликвидни несъответствия и/или използване на ливъридж, е най-вероятно да допринесат за ликвидни дисбаланси, които могат да застрашат финансовата стабилност (през фондовите борси).

Таблица 1: Преглед на основните участници на капиталовите пазари и свързаните с тях рискове за финансовата стабилност

	Посредници	Основни характеристики от гледна точка на финансовата стабилност	Системни рискове
Институционални инвеститори и мениджъри на активи	Застрахователни компании	Премиите често се инвестират в дълготрайни и неликвидни активи.	Трансформация на ливъридж и ликвидност.
	Пенсионни фондове	Вноските се инвестират в комбинация от депозити, неликвидни и/или силно волатилни активи.	Трансформация на кредитен риск.
	Държавни инвестиционни фондове	Инструменти, управлявани от свързани с държавата структури, често насочени към силно неликвидни активи.	Възможно е да има ливъридж.
	Хедж фондове*	Капиталът на инвеститорите се увеличава с ливъридж и се инвестира, чрез рискови стратегии. По-слаба регулация.	Ливъридж. Трансформация на ликвидност.
	Борсово-търгувани фондове (ETF's)*	Акциите се търгуват на вторични пазари и обикновено се изкупуват само от избрани посредници (ограничения в механизма за обратно изкупуване).	Известна трансформация на ликвидността.
	Взаимни фондове*†	Дяловете могат да се изкупуват ежедневно, дори ако базовите активи са неликвидни (ако са от отворен тип).	Трансформация на ликвидността.
	Секюритизация†	Процес, при който се обособява портфейл от неликвидни финансови или материални активи, които се групират и срещу тях се издават ликвидни ценни книги.	Трансформация на кредитния риск.
Инвестиционни посредници	Брокер-дилъри*	Често увеличават инвестиционния риск, чрез предоставянето на твърде голям ливъридж на своите клиенти.	Трансформация на ливъридж и ликвидност.
	Основни търговски дружества*	Участници във високочестотната търговия на фондовите борси – използват ливъридж и поддържат минимални запаси в края на търговската сесия.	Процикличност в предоставянето на ликвидност.
Капиталови пазари	Фондови борси*	Пазари за търговия на ценни книжа и/или хибридни инструменти, вкл. деривати.	Оперативни рискове.
	Централни контрагенти*	Контрагенти на притежателите на определени финансови инструменти; (извършват нетиране и управляват риска).	Процикличност на ливъридж; Промени в маржовете;

(*) НБФИ, които могат да повлияят в по-голяма степен на дисбалансите в търсенето и предлагането на ликвидност на финансовите пазари.

(†) Субекти, ангажирани с трансформиране на повишена ликвидност или кредитен риск.

Източник: Съставено от автора по данни на The Financial Stability Board (FIS).

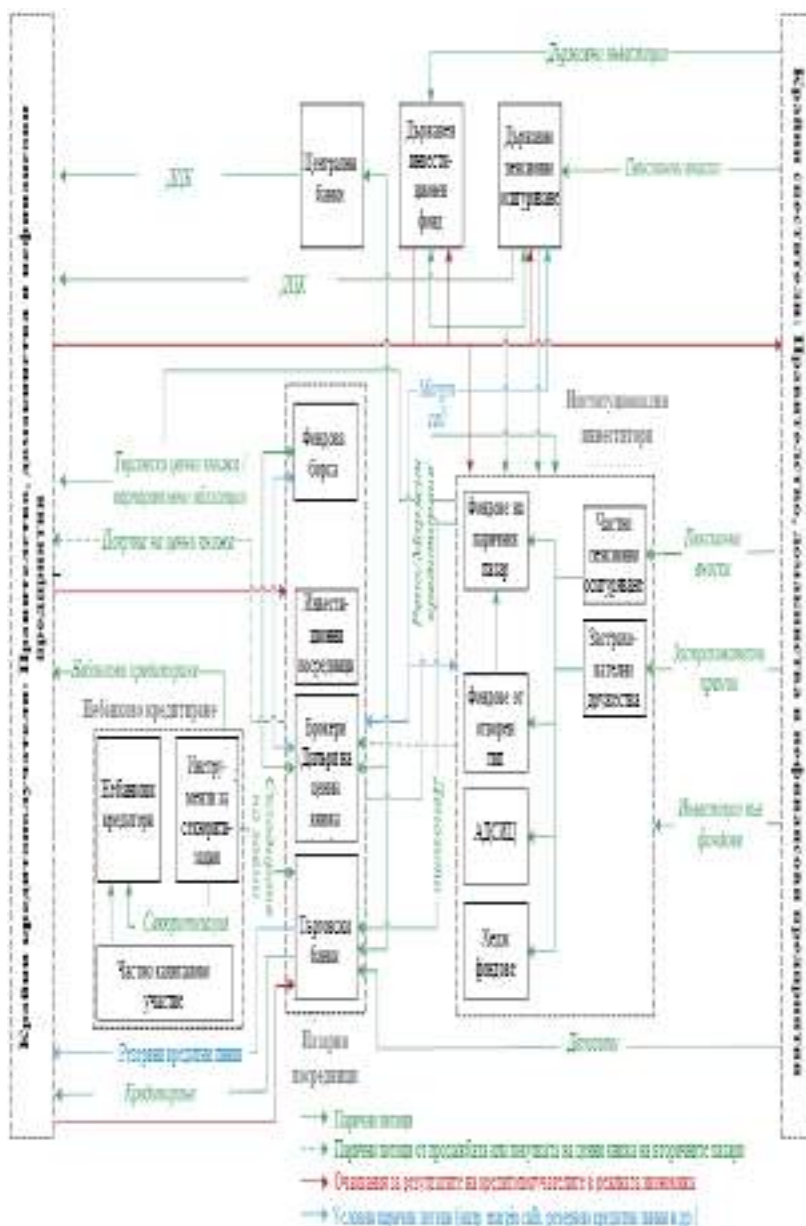
Нарастващата роля на капиталовите пазари, небанковите институции и пазарното посредничество през последното десетилетие се дължи на различни фактори, основно повлияни от настъпилите регулаторни реформи, които ограничиха дейността на банките и свързаните с тях брокери-дилъри. Така нарасна и значението на фондовите пазари за пенсионното осигуряване, както и стремежът към оперативна ефективност на компаниите рефлектира върху редица технологични промени в сектора. В някои случаи това бяха и политически решения, които засилиха ролята на някои НБФИ, в т.ч. насърчаване развитието на финансови инфраструктури, като електронни платформи за търговия и силния натиск за преместване на дейности към т. нар. централни контрагенти (ЦК), което имаше за цел да „намали непрозрачността и да се справи с уязвимостта на извънборсовите (ОТС) пазари“ – резултатите, обаче остават дискуссионни.

Устойчивостта на цялата система зависи от поведението на различните субекти в нея, от дейностите и от инфраструктурата, която свързва тези субекти помежду им с другите части на финансовата система. В случая с НБФИ, нейният разнообразен характер и сложност, както и връзките ѝ с банковия сектор и реалната икономика (фигура 1), правят оценката на устойчивостта особено трудна, като се има предвид, че сътресенията могат да се разпространят по неочакван начин. Съществените фактори включват не само видовете експозиции и потенциалната уязвимост на отделните субекти и/или рисковия профил на конкретни дейности, но и пазарните практики, структурите на стимулите, поведенческите реакции и взаимодействието между различните части на финансовата система.

Предизвикателства породени от взаимосвързаността между банките, сектора на небанковите финансови институции и капиталовите пазари

Особена загриженост предизвикват връзките на трансгранична основа между банките и НБФИ – и двата вида институции могат да участват в кредитни, падежни и ликвидни трансформации, като по този начин биха могли да подпомогнат натрупването на дисбаланси в нормални времена и да създадат огнища на напрежение в най-неподходящия момент (при спад и кризи). Именно по този начин взаимовръзките между двата сектора стоят зад особено мощни трансмисионни механизми рефлектиращи върху стабилността, както показаха и съвсем наскоро свързаните с пандемията пазарни сътресения. Този епизод подчерта, че маржовете на т. нар. централни контрагенти (ЦК), като ключови участници в системата от капиталови пазари, могат да бъдат проциклични и да източват ликвидността от системата в неподходящ момент, че фондовете на паричния пазар (ФПП) могат да бъдат непостоянни достав-

чици на финансиране, както и, че експозициите на банките спрямо НБФИ, могат да допринесат за техните нетни дълги валутни позиции (WFE, 2022).



Източник: Съставено от автора

Фигура 1: Стилизирана схема на участниците на капиталовите пазари и техните взаимовръзки

Всички тези последствия следва да се отчетат като ключови уроци за състоянието на системата, имащи важно трансгранично измерение, открояващо както нарастващото значение на капиталовите пазари, така и това на НБФИ като банкови контрагенти. Именно през предкризисните години, трансграничните вземания и задължения на банките към НБФИ нараснаха значително – за сравнение, непогасеният размер на трансграничните вземания се увеличи от USD 4,6 трлн. през първото тримесечие на 2015 г. до 7,5 трлн. долара през първото тримесечие на 2020 г. Подобно увеличение се наблюдава и при трансграничните задължения на банките към НБФИ – от 3,7 трлн. до 5,6 трлн. долара за същия период (FSB, 2021).

Трансграничните задължения на банките към НБФИ също бяха силно засегнати от сътресенията породени от Covid-19 и последвалите военни действия по света. Увеличението от 779 млрд. долара през първото тримесечие на 2020 г. беше изключително – почти три пъти по-голямо от средното, съпоставено с периода от 2015 г. до този момент. Впечатление прави, че щатския долар доминира в трансграничните взаимовръзки между банките и НБФИ – повече от 50% от вземанията и задълженията са деноминирани в щатски долари (което е малко по-висок дял от този при междубанковите позиции). Делът и на вземанията и на задълженията в щатски долари е нараснал с 5 процентни пункта през петте предкризисни години, до първото тримесечие на 2020 г., главно за сметка на деноминиранията в евро позиции (ESRB, 2022). Резултатите са в съответствие с документираната в литературата нарастваща международна роля на щатския долар (Aldasoro and Ehlers, 2018; Erik et al., 2020).

Важно е да се отбележи, че трансграничните връзки между банките и НБФИ се характеризират с висока степен на географска концентрация (García Luna and Hardy, 2019). Концентрацията е характерна за трансграничното банкиране в по-широк план (Aldasoro and Ehlers, 2019), но тя е особено висока и с нарастваща тенденция по отношение на сектора на НБФИ. В края на март 2020 г. например на трите най-големи държави контрагенти се падат съответно 39%, 74% и 86% от всички деноминирани в евро, долари и йени трансгранични вземания от НБФИ, което говори за ниска диверсификация на рискове и натрупване на уязвимости в цялата система. Впечатление прави, че в края на декември 2019 г. (месеци преди шока предизвикан от Covid-19 кризата), само банките в САЩ са имали почти 1 трилион долара отпуснати кредитни линии към компании от небанковия финансов сектор, значителен дял от които към такива от ЕС (Fed, 2020). Тук важен детайл, имащ отношение към стабилността на цялата система е, че доколкото ЦК в своята дейност посредничат и между различни банки, които от своя страна са от противоположните страни на различни финансови инструменти/дого-

вори (примерно за деривати) – печалбите от такива договори за някои банки (т.е. вземанията от НБФИ) ще вървят ръка за ръка със загубите за други банки (т.е. задълженията към НБФИ), което неминуемо ще рефлектира върху финансовата им стабилност.

Разширяването на задълженията на банките към НБФИ през шоковото първо тримесечие на 2020 г. разкрива и друга ключова уязвимост, произтичаща от някои непостоянни източници на финансиране в системата от капиталови пазари, като например финансирането, предоставено от американските фондове на паричния пазар. Данните за притежаваните портфейли от ФПП разкриват, че нивото на това финансиране се е повишило от декември 2019 г. до март 2020 г. – в съответствие с общата посока на нарастване на задълженията на банките спрямо НБФИ. От февруари до март 2020 г., обаче се наблюдава значителен спад, което подчертава, че въпреки редицата регулаторни реформи предприети през последното десетилетие, ФПП все още не могат да бъдат надежден източник на финансиране (Eren et al., 2020), в контраст с наложилото се схващане по темата.

Детерминанти на развитието на съвременните капиталови пазари и връзката им с икономическия растеж

Литературният преглед в областта показва, че емпиричните изследвания акцентират основно върху три основни групи фактори като общоикономически детерминанти, влияещи на развитието на капиталовите пазари: 1) макроикономическата среда, 2) етапът и състоянието на развитие на финансовия сектор в съответната страна и 3) силата на основните институции. Редица изследвания в областта са установили, че икономическият растеж и равнището на БВП са положително свързани с развитието на капиталовите пазари – т.е. по-голямата икономика генерира повече спестявания и възможности за инвестиции, което от своя страна води до повишено търсене на финансови услуги. Освен това, стабилната макроикономическа среда също е важна за развитието на капиталовите пазари – стабилната икономика, от своя страна, води до повишаване на доверието на инвеститорите, което стимулира развитието на капиталовите пазари. Не на последно място, фискалната политика е друг важен фактор, определящ развитието на капиталовите пазари – политиките, които насърчават спестяванията и инвестициите, като например данъчните стимули, могат да стимулират развитието на капиталовите пазари.

Етап и степен на развитие на финансовия сектор, като фактор за развитие на капиталовия пазар

Етапът и степента на развитие на финансовия сектор в дадена страна също играят решаваща роля за развитието на капиталовите пазари – *степента на развитие на банковата система и другите финансови институции* оказва значително влияние върху развитието на капиталовите пазари, така например добре функциониращата банкова система може да осигури необходимата инфраструктура за развитието на капиталовите пазари. Политиките на основните регулаторни институции също са важен определящ фактор за развитието на капиталовите пазари в съответния регион – силните институции, които защитават правата на собственост на миноритарните акционери и налагат изпълнението на договорите, могат да доведат до повишаване на доверието на инвеститорите, което от своя страна благоприятства развитието на капиталовите пазари и свързаните с тях компании. Равнището и изменението на БВП са от значение, тъй като те са основна движеща сила за предлагането на средства (частни спестявания) и търсенето на средства (частни инвестиции), постъпващи както на първичния, така и на вторичния капиталов пазар. Разбира се, не всички частни спестявания и инвестиции са насочени към капиталовите пазари, но при равни други условия колкото по-високи са те, толкова по-динамични и развити са капиталовите пазари в съответната държава. Що се отнася до спестяванията конкретно, добре приети теории за потреблението показват, че като се увеличава разликата между разполагаемия доход и потреблението за собствени нужди, по-високият БВП на глава от населението води и до по-висока способност за спестяване. Разбира се, въздействието на растежа на БВП зависи от това дали хората възприемат този доход като постоянен (в такъв случай допълнителният доход ще бъде изцяло потребен) или като временен (в такъв случай ще се спестява). По-значимата част от изследваната литература по темата подкрепят второто, което е в съответствие с факта, че темпът на растеж има тенденция да показва непредвидими колебания в краткосрочен план. Както ще бъде обяснено допълнително в следващия раздел обаче, съществуват редица технически предизвикателства при установяването на това дали съществува значима причинно-следствена връзка или просто корелация между променливите.

Като цяло, настоящото изследване клони по-скоро към подкрепа на съществуването на причинно-следствена връзка, по няколко причини: от една страна, значима част от теорията обосновава такова убеждение, както и голям брой емпирични изследвания, прилагайки най-съвременните методи за проверка на причинно-следствената връзка и получават статистически зна-

чими положителни резултати. Важно е обаче да се отбележи, че както често се случва в приложната иконометрия и тук не може да се намери абсолютно еднородност в изследванията относно знака и статистическата значимост на всяка дадена корелация – с оглед на това настоящият труд, отразява както водещите, така и дискутира случаи на смесени и спорни общи резултати.

Що се отнася до инвестициите, ранната теория на акселератора и последвалите я подходи, като например моделът Q на Тобин (The Tobin's Q model), изтъкват, че по-високият растеж стимулира натрупването на капитал, като отново обширен набор от доказателства дава силна подкрепа на тази връзка между инвестициите и растежа. По-противоречива обаче е връзката с равнището на БВП на глава от населението – по принцип по-високият БВП на глава от населението предполага по-висок капитал на глава от населението и по силата на закона за намаляващата възвръщаемост, по-ниска пределна производителност, което обезкуражава инвестициите. По-богатите икономики обаче са склонни да показват по-високи нива на обща факторна производителност и това поведение може да неутрализира и дори да обърне предишния ефект. Наред с други изследвания в областта, Lim (2013) установява, че както равнището, така и растежът на БВП на глава от населението насърчават инвестициите, обосновавайки се с изследване базирано на панел от големи държави. Въпреки че на теория бизнес инвестициите са решение ориентирано към бъдещето, те изглеждат са чувствителни към скорошния растеж на БВП, като възможните причини бизнесът да е чувствителен са поради: а) разглежданото от поведенческите финанси ирационално поведение, в случая „късогледство“; б) невъзможност от страна на бизнеса да формира надеждни очаквания за бъдещето, като по този начин се доверява на несъвършения сигнал на текущия растеж като предсказващ бъдещия растеж, или в) корелация между скорошния растеж и генерирането на вътрешни парични потоци, което помага за преодоляване на финансовите ограничения – във всеки случай положителната роля на растежа на БВП върху инвестициите е устойчива констатация в емпиричната литература (за допълнителна дискусия по темата Bebczuk and Cavallo, 2016).

Равнището на БВП може да доведе до задълбочаване на капиталовите пазари и по други канали – тук може да е уместно да се разграничат ефектите на БВП на глава от населението от тези на общия БВП. От теоретична гледна точка БВП на глава от населението може да е важен, защото от една страна, по-богатите икономики обикновено включват по-добри институции и са по-стабилни, а от друга, по-сложните, иновативни и високорискови дейности се разширяват паралелно с БВП на глава от населението, като изискват дългосрочни и споделени рискове за финансиране, което пък от своя страна увеличава търсенето на решения чрез структурите на капиталовия

пазар. На свой ред, връзката между капиталовите пазари и БВП в общия случай зависи и от големината на икономиката – по-големите икономики имат повече и по-големи фирми в частност, а големината в случая с НБФИ е от значение (именно поради големите фиксирани разходи за навлизане на капиталовите пазари размерът на фирмата е от ключово значение).

Подобен аргумент може да се изтъкне и от гледна точка на *пазарната инфраструктура*: поради наличието на големи постоянни разходи и необходимостта от икономии от мащаба един рентабилен, динамичен и ликвиден капиталов пазар изисква участието на много и големи компании, за да се разпределят тези инфраструктурни разходи върху по-голям обем сделки. Въпреки, че БВП на глава от населението е често срещана обяснителна променлива за развитието на пазарите на акции и облигации както в развитите, така и в нововъзникващите икономики, някои изследвания включват и общия БВП. Интересното в случая е, че и в двата случая е установено, че ефектът почти винаги е положителен. В някои изследвания наред с БВП са използвани и нормите на спестяване и инвестиции (Garcia and Liu, 1999; Ben Naceur, Ghazouani and Omran, 2007; Billmeier and Massa, 2009; Bebczuk, 2007).

От своя страна, *макроикономическата стабилност* осигурява на инвеститорите основа за дългосрочни инвестиции. Реципрочно, отрицателното въздействие на макроикономическата нестабилност е очевидно за повечето автори, като освен основните аргументи засилва и степента на информационните фрикции, които са един от основните възпиращи фактори за участието на инвеститорите. С други думи, при кризи рисковите проекти стават още по-рискови в очите на потенциалните инвеститори, което възпрепятства предлагането на „свежи“ средства на капиталовите пазари през системата на НБФП. Емпиричните изследвания показват, че несигурността, която не може да се наблюдава пряко, има отрицателно въздействие както върху пазарите на акции, така и върху пазарите на облигации. За измерване на този ефект често се използват косвени измерители, като например нивото на инфлация и в по-малка степен – волатилността и колебанията на валутния курс. Тази констатация се наблюдава последователно в проучвания, проведени както в развитите, така и в нововъзникващите икономики.

Третият макроикономически канал е свързан с *фискалните политики* и по-специално с *бюджетните дисбаланси*, които могат да влияят през пазара на държавен дълг, чрез кривата на доходността – при наличие на дълг с различен матуритет се осигуряват референтни стойности, спрямо които се оценяват корпоративните облигации (Dittmar and Yuan, 2008). Разбира се, изтласкването не е автоматична последица от емитирането на държавни облигации, а ще възникне само ако емисиите на държавни облигации пречат на финансово ограничените корпоративни емитенти да се включат

в пазара. Освен това, изтласкването на нефинансовите емитенти може да стане и в полза на финансовите институции, особено на банките. Това от своя страна, също ще рефлектира негативно върху производствените инвестиции, ако банките използват парите за финансиране на дейности, като потребителски кредити или държавни ценни книжа, евентуално положителен ефект от фискалния дефицит ще бъде това, че той може да насърчи повече частни спестявания чрез т. нар. *рикардианска еквивалентност*. Пазарът на държавен дълг би изиграл и ролята на своеобразен катализатор, като създаде минимален праг на ликвидност и обем на търговията, като даде и тласък на частния пазар.

Разбира се, съществуват и негативи: от една страна, емитирането на държавни облигации може да изтласка емитирането на облигации от частния сектор, а от друга, неразумното фискално заемане (както и външните дефицити), може да доведе до по-голяма макроикономическа нестабилност и дори до кризи, като по този начин повлияе върху икономическия растеж. Според редица от разгледаните проучвания фискалният дефицит, насърчава пазара на държавни облигации, като оказва положително въздействие и върху пазара на облигации на частния сектор както в развитите, така и в развиващите се икономики. По-голямата част от изследванията тук използват пряко размера на пазара на държавни облигации, като обяснителна променлива, като почти единодушно достигат до същото заключение. На фона на обема от трудове занимаващи се с изтласкващия ефект на фискалните дефицити върху развитието на пазара на облигации на частния сектор, са събрани значително малко данни за влиянието им върху пазара на акции. Едни от малкото трудове по темата са тези на De la Torre, Gozzi, and Schmukler (2008) и Eichengreen and Luengnaruemitchai (2004), които включват фискалното салдо в иконометричните си изследвания, докато Fløgstad (2017) и Luengnaruemitchai and Ong (2005) работят с пазарния държавен дълг в съотношение към БВП. На свой ред, Вебсзук (2007), като използва данни от 31 държави за периода 1989 – 2001 г., и установява, че фискалният дефицит влияе положително и върху емитирането на акции.

Банковата система като фактор, предопределящ развитието на капиталовите пазари и небанковото финансово посредничество

Що се отнася до *банковата система като фактор, предопределящ развитието на НБФП*, съществува консенсус по отношение на схващането, че капиталовите пазари не биха могли да се развият, ако дадена страна не е успяла да изгради задълбочена и стабилна банкова система. Както ще бъде об-

съдено по-подробно впоследствие, обикновено финансовото посредничество (банково и небанково) исторически започва чрез договори за депозити и заеми, а по-късно придобива по-голяма сложност с укрепването на доверието между инвеститорите и кредитополучателите. Някои изследвания стигат до заключението, че инвеститорите на капиталовите пазари са склонни да смятат именно „*дългия и добър опит в банковата система за предпоставка за закупуване на ценни книжа*“ (Rojas-Suarez, 2014), като по-голямата част от доказателствата в редица трудове по темата потвърждават този положителен ефект. По принцип съотношението на вътрешните кредити за частния сектор към БВП е обичайна обяснителна променлива в регресиите на облигационния и капиталовия пазар, характеризиращи както развитите, така и нововъзникващите икономики.

Други характерни използвани променливи включват нетния марж на банковите лихви и съотношението на банковите кредити към депозитите, като заместители на ефективността на кредитния пазар, освен това в литературата най-често се наблюдава връзка между кредитните регистри и дълбочината на банковия сектор (Djankov, McLiesh and Shleifer, 2007).

В част от по-новата литература, набира сила т. нар. аргумент, основан на доверието (*the trust-based argument*), на основата на който може да се предположи, че първоначалното ниво на развитие на капиталовите пазари вероятно ще предизвика и последващото му разширяване. Това е донякъде логично, предвид факта, че поради икономии от мащаба колкото по-голям е пазарът, толкова по-ниски ще са разходите по транзакциите, т.е. ефективността на пазара и ползите за емитенти и инвеститори ще се увеличат.

Наличието на добре развит *подсектор на институционалните инвеститори* може да се превърне в инструмент за своеобразно „разпадане на апетита“ към по-широк набор от борсово-търгуеми финансови активи, които се емитират и търгуват на капиталовите пазари. Въоръжени със значителни ресурси, институционалните инвеститори създават необходимото търсене на ценни книжа, емитирани както от частния, така и от публичния сектор, а това търсене би трябвало да може постепенно да създаде и свое собствено предлагане.

Не е за подценяване и тезата, че този тип инвеститори могат да спомогнат както финансовите иновации, прозрачността, разкриването на информация на ниво корпоративното управление, така и да засилят икономии от мащаба, като всичко това вероятно ще се отрази в по-бурното развитие на капиталовите пазари и свързаните с него НБФИ, рефлектирайки върху стабилността и икономическия растеж впоследствие.

Естествено съществуването на този отрасъл не е достатъчно условие за процъфтяващ капиталов пазар. Въпросът дали подсекторът на институ-

ционалните инвеститори или този на индивидуалните трейдъри са водещи за развитието обаче остава дискуссионен и зависи до голяма степен от конкретния контекст на анализирания страна (Vittas, 1998; De la Torre, Feyen, and Ize, 2013). Въпреки дебата обаче, редица доказателства разгледани в литературата ясно подкрепят тезата за положителния ефект на институционалните инвеститори върху развитието на капиталовите пазари – констатация, която не сочи двупосочна връзка.

Като се изключат въпросите, свързани с причинно-следствената връзка, създаването на частни пенсионни системи и техният размер са стабилен корелат на развитието на фондовия и облигационния пазар в икономики на различни равнища на икономическо развитие.² Важно е да се отбележи тук обаче, че изследванията много често са съсредоточени основно върху сектора на пенсионните фондове, като не са взети предвид други институционални инвеститори, като взаимни фондове, застрахователни дружества, акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), хедж фондове и др.

***Значение на държавните политики, регулаторната
рамка, степента на финансова отвореност
и институционалната среда***

Външните политики на държавните регулатори насочени както към финансова отвореност, така и към либерализация на пазара на ценни книжа в частност, могат да изиграят ролята на ключов фактор на растежа, като стимулират или съответно възпрепятстват разширяването на местните капиталови пазари и свързания с тях небанков сектор. Положителният резултат ще се материализира обаче, едва когато чуждестранният капитал бъде привлечен на местните пазари – процес, който може да доведе и до редица допълнителни ползи, като по-ниска цена на капитала и транзакционни разходи. Трябва да се има предвид, че този тип политики не са панацея и не добре замислената реформа във финансовия сектор може да се превърне в саморазрушителна – това би било факт, ако пропука път за т. нар. „кръстосано листване“ и миграция на местните емитенти (особено на по-големите и по-ликвидните) към по-привлекателните международни пазари (предлагащи по-добри перспективи). Това, от своя страна, неминуемо ще доведе до

² В някои изследвания причинно-следствената връзка е разгледана елементарно (например чрез забавяне на променливата за пенсионните фондове), а в други – с по-сложни методи (като прилагане на техники за оценка на риска VAR, или обобщен метод на моментите GMM). Като цяло изглежда, че тук резултатите са обусловени от икономическа причинно-следствена връзка, а не само от обикновена корелация.

редица негативни ефекти (като загуба на ликвидност, спад на икономите от мащаба и др.), рефлектирайки върху стабилността на цялата система.

Макар и да не е строго свързана с развитието на капиталовите пазари сама по себе си, *степенна на финансова отвореност* може да има отрицателни странични ефекти, особено когато улеснява изтичането на капитали, примерно в случаите, когато чуждестранните инвеститори губят доверие и напускат приемащата страна (Kang and Kim, 2019). Не са за подценяване и тезите, че финансовата интеграция засилва макроикономическата волатилност, особено в развиващите се страни, както и, че финансовите кризи обикновено са предшествани от епизоди на финансова либерализация. В по-ранни проучвания Prasad et al. (2003) и Kose et al. (2010) намират убедителни резултати относно връзката между финансовата интеграция и макроикономическата стабилност. От своя страна, Mirdala, Svrčeková и Semančíková (2015) актуализират проучването на Prasad et al. (2003), като установяват, че финансовата интеграция засилва макроикономическата волатилност, особено в развиващите се страни. Reinhart (2009) също развива тезата, че финансовите кризи обикновено са предшествани от епизоди на финансова либерализация.

Не на последно място сред изброените дотук детерминанти *правната и институционалната среда* в дадена страна са важен фактор, който може да повлияе върху развитието на капиталовите пазари и свързаните с тях структури. Стабилната рамка за правна защита е от съществено значение за привличането на големи инвеститори, а в по-широк план върховенството на закона и политическата стабилност са необходими за развитието на сектора. Именно тези фактори могат да допринесат за създаването на благоприятна инвестиционна среда, която да доведе до растеж и стабилност. Няколко проучвания показват, че страните с по-силна правна и институционална среда обикновено имат по-развити НБФИ и капиталови пазари. Въпреки това продължават да съществуват редица предизвикателства при създаването, осъвременяването, имплементирането и прилагането на ефективни правни и институционални рамки и са необходими повече изследвания в областта, за да се разбере как най-добре да се постигне това.

Правна защита на инвеститорите и най-вече начинът, по който се прилага от регулаторните органи, е от изключително значение за НБФИ, предвид обстоятелството, че именно тя изгражда до голяма степен доверието в сектора. За да се осигури увереност на инвеститорите да влагат парите си във фирми, които не контролират като миноритарни акционери и за да им се даде сигурност, че техните договорни права ще бъдат упражнени при необходимост, стабилната правна рамка е предварително условие за участието

на инвеститорите на финансовите пазари (La Porta et al., 1997). Разбира се, естеството на тази защита е различно в зависимост от вида на договорите (Laeven, 2014), при договорите за дълг (облигации) кредиторите се стремят да си възстановят възможно най-бързо парите в случай на неизпълнение. При договорите за дялово участие (акции) правната защита трябва да се стреми да предпази миноритарните акционери от експроприация от страна на контролиращите мажоритарни акционери, като осигури ефективно участие в гласуването, подходящи стандарти за корпоративно управление и достъп до навременна и прозрачна информация за бизнес делата на компанията. За да проверят този институционален канал изследователите най-често използват т. нар. „индекси на правната защита на кредиторите и притежателите на дялов капитал“ подобни на тези, които първоначално са разработени от La Porta et al. (1997), както и на основата на тези, които понастоящем са налични за голям набор от държави от проучванията, направени от Световната банка (The World Bank's Doing Business studies). Някои изследвания включват правната група, към която принадлежи страната (като англосаксонската рамка се свързва с повече правни гаранции за финансиращия, а континенталната – с по-малко). Други проучвания контролират ефективността на прилагането на правната рамка, т.е. времето и разходите, свързани с уреждането на договорни спорове. Важното в случая, предвид насоката на настоящия труд са резултатите, а те категорично потвърждават засилващата роля на всички тези променливи (изброени по-горе), за развитието на сектора на НБФП и то както в нововъзникващите, така и във вече развитите икономики.

Освен частните механизми за правоприлагане, доверието в регулатора на ценни книжа играе ключова роля за предотвратяване на опортюнистичните инвеститори и емитенти да се възползват от информационната асиметрия за сметка на по-малко информираните страни. Тази роля изисква от регулаторите да преглеждат информацията, предоставена от емитентите, за да гарантират, че тя е пълна, точна и навременна, както и да упражняват надзор над участниците в НБФП и самите капиталови пазари с оглед възпиране (и ако е необходимо санкциониране) на неправомерни действия (Litan, Pomerleano and Sundararajan, 2003). При дефинирането на ролята на регулаторните органи Carvajal and Elliott (2007) твърдят, че „...регулирането на ценните книжа включва регулирането на публичните емитенти на ценни книжа, вторичните пазари, продуктите за управление на активи и пазарните посредници. Регулирането има за цел да се справи с асиметрията на информацията между емитентите и инвеститорите, клиентите и финансовите посредници, както и между контрагентите по сделките. Също така, има за цел да осигури безпроблемното функциониране на механизми-

те за търговия, клиринг и сетълмент, с цел предотвратяването на смущенията на пазара и насърчаването на доверието на инвеститорите... “³

Въпреки важноста на регулирането обаче, приложната работа, която свързва силата на регулативната рамка и качеството на надзора над сектора на НБФП с развитието на капиталовите пазари е ограничена. Основна причина за тази липса вероятно е трудността да се измери количествено функционирането на регулаторите на пазарите на ценни книжа. Въпреки това, съществуват поне два потенциални качествени заместителя: 1) на първо място, програмата за оценка на финансовия сектор на Международния валутен фонд и Световната банка (Monetary Fund and World Bank Financial Sector Assessment Program), която включва в себе си систематична оценка на регулаторните системи; 2) друг такъв източник е индексът за качеството на регулирането на ценните книжа, изготвян като част от индекса за глобална конкурентоспособност на Световния икономически форум (World Economic Forum Global Competitiveness Index) – въпреки че първият индекс е по-подобен от втория, последният е наличен за по-голям брой държави.

Може да се заключи, че развитието на финансовия сектор в дадена страна се влияе не само от специфичните за пазара фактори, но и от цялостната институционална основа на страната.

Това включва качеството на правовата държава и политическата стабилност, които се измерват с показатели като контрол върху корупцията и политически риск. Установено е, че тези фактори са важни детерминанти на развитието на финансовия сектор както в развитите, така и в нововъзникващите икономики. Върховенството на закона е от решаващо значение за стабилността и предвидимостта на финансовия сектор. Инвеститорите се нуждаят от увереност, че правата им на собственост са защитени, договорите са изпълними, а разпоредбите се прилагат прозрачно. Това е от съществено значение за развитието на финансовите институции, тъй като осигурява необходимата среда за тяхната дейност и иновации. Политическият риск е друг важен фактор за развитието на финансовия сектор. Държава с високо ниво на политически риск е по-малко привлекателна за инвеститорите, тъй като затруднява планирането на бъдещето и оценката на потенциалните рискове от инвестициите. Освен това политическата нестабилност може да доведе до внезапни промени в политиката, които могат да навредят на финансовия сектор и да доведат до изтичане на капитали. Контролът върху корупцията също е решаващ фактор за развитието на финансовия сектор. Корупцията подкопава върховенството на закона и разрушава доверието в институциите, което е от съществено значение за функционирането на финансовия сектор. Корупцията създава изкривена икономическа среда, в

³ За допълнителна дискусия по темата Litan, Pomerleano and Sundararajan (2003).

която инвестициите се правят на базата на връзки, а не на заслуги, което води до неоптимални резултати. Като цяло институционалните основи на една държава, включително върховенството на закона, политическият риск и контролът върху корупцията, играят решаваща роля за развитието на финансовия сектор. Стабилната и прозрачна институционална среда е необходима за процъфтяването на финансовия сектор, а държавите, които осигуряват такава среда, е по-вероятно да привлекат инвестиции и да постигнат устойчив икономически растеж.

Ефекти от наличието на асиметрична информация на капиталовите пазари и нейното влияние върху инвестициите, финансовите пазари и стабилността

Както изяснихме в предходната част, финансовото посредничество има за цел да намали разходите за информация и трансакции между контрагентите, като помагат за плавното прехвърляне на средства от икономическите единици с излишък към тези с дефицит. Обединявайки ресурсите на много спестители, небанковото финансово посредничество (през фондовия пазар) използва икономиите от мащаба както уточнява Levine (2005) „...*добре функциониращата финансова система разпределя спестяванията по най-добрия начин при възможно най-ниски разходи, като същевременно намалява рисковете за всички заинтересовани страни*...“. За да могат да изпълняват тази си функция обаче, финансовите пазари трябва да се справят със „синдрома на асиметричната информация“. Тази широко приета теория гласи, че „...*кредитополучателите разполагат с повече информация, отколкото техните кредитори и са готови да използват това предимство, за да получат необичайно високи ренти за сметка на последните*“, което от своя страна поражда немалък конфликт на интереси.

В общия случай, тези *информационни асиметрии* се проявяват в три основни форми: 1) от една среда съществува неблагоприятен подбор (кредиторите често са затруднени да разграничат добрите от лошите инвестиционни проекти), 2) също така съществува и немалък морален риск (опортюнистични кредитополучатели влагат парите си в по-рискови проекти от предварително договорените) и 3) не на последно място е нуждата от скъпоструваща проверка на състоянието (след като проектът е завършен). В този контекст, разбирането на финансовите договори, сключвани между дружествата нуждаещи се от ресурси и кредитори/инвеститори под формата на дълг и собствен капитал, е първа стъпка към ролята, ползите и пречките, пред които са изправени капиталовите пазари, НБФИ и техните клиенти.

Съществуват няколко основни различия: първо, дълговите договори имат предварително определен падеж и лихвен процент, докато при капиталовите споразумения падежът на договора не е предварително определен, рискът е споделен и няма фиксирано задължение за възнаграждение на инвеститора. Тези условия означават, че в сравнение с дълга, договорите за дялово участие са по-рискови и по-дългосрочни – те неминуемо са и по-рискови, тъй като при даден дял от печалбата изплащането може да бъде много високо или много ниско в зависимост от действителните парични потоци на дружеството, без да има правно основание финансирацията да бъде компенсиран при лош сценарий. За разлика от тях, рискът от дълга е ограничен (доколкото фиксираният лихвен процент налага горна граница), а също така, възможността да се претендира за дял от собственост върху фирмата в случай на фалит намалява загубата. Този риск се ограничава дори допълнително, когато дългът е обезпечен по някакъв начин. Договорите за дялово участие са също така по-дългосрочни, тъй като страните не определят дата на падежа, на която трябва да се извърши изплащането или разсрочването.

Финансовата система като цяло, както и потенциалният размер на капиталовите пазари в дадена икономика са силно повлияни от договорните характеристики на външното финансиране. Тъй като корпорациите се стремят да сведат до минимум цената на капитала, външното финансиране представлява малка част от начина, по който те се финансират. В областта на корпоративните финанси, най-вече моделът за реда на избор на външно финансиране (т. нар. *the pecking-order model*), който постулира, че разходите за външно финансиране се увеличават с асиметричната информация, както и че вътрешните средства са много по-евтини от външните – т.е. дружествата подреждат приоритетно източниците си на финансиране. Тази йерархия на източниците на финансиране и формата на дълга, която дружеството избира, може да служи като сигнал за нуждата му от външно финансиране. Именно тези фактори имат значителни последици за функционирането на финансовата система и за развитието на капиталовите пазари и свързаните с тях НБФИ.

Йерархията на източниците на финансиране е съществена концепция в корпоративните финанси, тъй като очертава предпочитания ред на източниците на финансиране за дружествата. Според тази теория компаниите подреждат приоритетно своите източници на финансиране – като вътрешни средства, дълг и собствен капитал. Принципът, който стои зад тази йерархия, е че вътрешното финансиране е предпочитаният източник, следван от дълга и накрая от собствения капитал. При този подход се приема, че дружествата дават приоритет на използването на вътрешни източници на финансиране, преди да прибягнат до външни източници на финансиране, и ако

е необходимо външно финансиране, те биха избрали дълга пред собствения капитал, тъй като собственият капитал би означавал внасяне на външна собственост в дружеството. Тази йерархия на източниците на финансиране има важни последици за дружествата по отношение на формата на дълга, която те избират. Изборът на дълг може да се използва като сигнал за нуждата на дружеството от външно финансиране. Например ако дадено дружество емитира дългосрочен дълг, това може да означава, че дружеството търси стабилен източник на финансиране и има дългосрочни инвестиционни планове. В противен случай, ако дружеството емитира краткосрочен дълг, това може да означава, че то търси краткосрочно финансиране, което може да е признак за финансови затруднения. Важно е обаче да се отбележи, че йерархията на източниците на финансиране не е абсолютна и дружествата могат да изберат да се отклонят от тази йерархия в зависимост от конкретните обстоятелства. Например дружеството може да избере да емитира собствен капитал вместо дълг, ако цената на дълга е твърде висока, или може да даде приоритет на дълга пред вътрешните средства, ако алтернативните разходи за използване на вътрешни средства са твърде високи.

Именно асиметричната информация прави кредиторите по-малко склонни да се отказват от парите си и по-склонни да ограничават експозицията си, да увеличават изискваната възвръщаемост, да намаляват срока на погасяване, да изискват допълнителни обезпечения и други твърди доказателства за способността и готовността за погасяване на задълженията. Освен това, следва да се отчете, че процесът на посредничество е свързан с многобройни разходи, включително физически съоръжения, човешки и технологични ресурси и т.н., в допълнение към възнаграждението на акционерите на посредника. За разлика от тях вътрешните средства (които не се насочват чрез финансовата система), са освободени от тези разходи – поради което вътрешното финансиране следва да бъде предпочитан източник, независимо от степента на финансови търкания във всяка страна.

Следствие от гореспоменатата теория е, че поради относителните си разходи вътрешните средства (парични потоци или неразпределена печалба) следва да бъдат предпочитан източник на финансиране, следвани от дълга (особено обезпечения банков дълг) и след това от външния капитал. Тази теория намира подкрепа в данните, предоставени от Световната банка за предприятията, които показват, че вътрешните средства покриват средно 71,7% от бизнес инвестициите, докато банковият дълг е на второ място с 11,8%. Останалите 16,5% идват от различни източници, включително търговски кредит, облигационен дълг, външен капитал и неформални заеми и др. От своя страна, Gleisner и Thomadakis (2018) представят по-подробни данни за 28-те държави членки на Европейския съюз, през 2016/2017 г., кои-

то потвърждават преобладаващото участие на вътрешните средства във финансирането на корпоративните инвестиции (между 57% при големите фирми и 71% при микрофирмите). Сред външните източници банковият кредит участва съответно с 38% и 28% в големите спрямо микропредприятията; облигациите – с до 4%, а външният капитал – с до 1%. Това предпочитание към вътрешното финансиране се отразява в капиталовата структура на нефинансовите предприятия. Например Fan, Titman and Twite (2012) изследват извадка от около 37 000 регистрирани нефинансови предприятия в 39 държави за периода 1991 – 2006 г. и стигат до заключението, че медианното съотношение на дълга към активите е 22%, като от тук стигат до заключението, че 78% от общите активи се финансират с предимно вътрешен капитал.

На второ място, публичният пазар на акции със сигурност е своеобразен селективен клуб и то насочен към по-големите компании. Несъмнено, публичното емитиране на акции носи своите ползи, особено при „справянето с финансови ограничения, сигнализирането за качеството на фирмата и придобиването на сила при преговорите с банките“ (Pagano, Panetta, and Zingales 1998). Инвеститорите в акции изискват и по-висока възвръщаемост, за да бъдат компенсирани именно за допълнителните си разходи за наблюдение и анализ. При договорите за дълг кредиторите обикновено се интересуват от погасяването на дълга само когато е обявено неизпълнение или когато има индикации за проблем, например неуспешно предоговаряне или проблем с обезпечението. Обикновено те получават договорения лихвен процент без да обръщат особено внимание на действителните парични потоци, генерирани от кредитополучателя. От друга страна, инвеститорите в дялов капитал получават фиксиран процент от паричните потоци и са мотивирани да наблюдават дали контролиращите акционери манипулират паричните потоци в своя полза, а това наблюдение може да бъде скъпо и да доведе до надценяване на очакваната възвръщаемост, получена от емитента. По реципрочен начин, като осъзнават, че миноритарните акционери могат само частично да се защитят срещу вътрешни лица (дори при силна правна рамка и защита), регулаторните финансови органи налагат строги изисквания за навлизане на нови емитенти на пазара.

Именно тези ограничения (под формата на политики наложени чрез регулаторната рамка), налагат необходимия лимит върху броя на дружествата на пазара. Тези изисквания далеч не пренебрегват по-демократичното и открито участие, а имат за цел да запазят здравия пазар и да държат „лимоните“ настрана. Разбира се винаги ще има добри и лоши инвестиционни проекти сред тези, които се интересуват от листването на нови емисии на акции, проблемът се състои в това, че инвеститорите често се затрудняват да

ги разграничат – именно това се визира под „проблем на неблагоприятния подбор“. Неспособни да отсеят нискокачествените емитенти, инвеститорите в крайна сметка подценяват добрите и надценяват лошите, причинявайки проблеми не само на себе си, но и на сектора. В резултат на въпросния ефект на подценяване на добрите проекти (особено на тези, които са нови и слабо познати на групата инвеститори), е много вероятно да бъдат обезкуражени да участват, като същевременно по-слабите проекти ще се почувстват по-привлечени да набират нови средства предвид увеличените шансове за успешно първично публично предлагане (ИПО). Този феномен е още една причина, поради която пазарните регулатори трябва да действат като пазачи в името на дезинформираните инвеститори.

Както подчертават Rajan and Zingales (2003), капиталовите пазари са специфична платформа, с помощта на която инвеститорите и емитентите се срещат, но не лице в лице, а само чрез т. нар. „*твърда информация*“⁴, включваща както количествени и качествени данни, така и нормативно регламентиран документооборот като кредитна история, счетоводни книги, структура на компанията, решения на мениджмънта и много други данни, които могат лесно да бъдат прегледани от всеки финансов анализатор. Като се има предвид споменатият по-горе строг процес на проверка и отчитане от съответната регулаторна институция, фирмите, които не разполагат с тази информация, най-вероятно ще бъдат изключени от публичните пазари. Същевременно, малките фирми, които не разполагат с достатъчно експертен потенциал, често считат разходите за поемане на емисии и за листване за непосилни. В този аспект банките имат своето предимство – те са

⁴ Разликата между „твърда“ и „мека“ информация е съществена от гледна точка на инвеститорите, както и на банковите и небанковите финансови институции. Твърдата информация се отнася до количествено измерими данни, които могат лесно да бъдат проверени, като например финансови отчети, кредитни рейтинги и публично достъпна информация. Тя е изключително надеждна и обективна, което я прави привлекателна както за инвеститорите, така и за финансовите институции. Твърдата информация позволява по-точна оценка на инвестиционните възможности и риска, което води до по-информирано вземане на решения. От друга страна, меката информация не е толкова лесно измерима и често се основава на субективни оценки или интерпретации. Примери за мека информация са качеството на управлението, пазарните тенденции и друга нефинансова информация. Меката информация често се счита за по-малко надеждна и по-субективна, което я прави по-малко привлекателна за инвеститорите и финансовите институции. Въпреки това меката информация може да предостави ценна информация за перспективите на дадено дружество и може да бъде полезен инструмент за оценка на инвестиционните възможности в ситуации, в които твърдата информация не е налична. И двата вида информация са важни за инвеститорите и финансовите институции и за вземането на информирани инвестиционни решения е необходим балансиран подход.

в състояние да установят пряка кредитна връзка с някои от своите кредитополучатели въз основа на т. нар. „мека информация“ – т.е. информация, събрана чрез лично взаимодействие с кредитополучателите, с цел за да се оценят техният характер, усилия и предприемачески умения. Разбира се, изграждането на кредитни отношения изисква време и ресурси, но то може да бъде взаимноизгодно, доколкото позволява на банката да открие добри кредитополучатели, които не е лесно да бъдат забелязани от пръв поглед (примерно поради неблагоприятната селекция) и след това да се възползва от известна „монополна власт“ над тях, тъй като „меката“ информация е лична и следователно трудно се предава на другите. От своя страна, кредитополучателите се възползват от достъпа до кредити, които другите банки отказват или отпускат при прекалено високи лихвени проценти. Въпреки че банката вероятно ще начисли лихвен процент над този, който добрият кредитополучател би трябвало да плати според своя риск, той все пак ще бъде по-нисък от този, който изискват другите банки.

Международните данни потвърждават факта, че не са много компаниите, които желаят и същевременно са в състояние да листват акциите си на публичните пазари (в т.ч. и поради това, че договорите за акции са силно утежнени от дискутираните информационни аномалии). Вземайки като пример една сравнително добра, предкризисна година като 2017 г., в която около 32 200 дружества са били листвани в целия свят, впечатление прави, че цели 68% от тях са се намирали в държави с висок доход. В сравнение с броя на всички публични и частни фирми, включени в глобалната база данни на Orbis, която включва около 450 милиона единици, публичните фирми представляват едва около 0,01% от всички фирми (Orbis Global Database). Тези цифри говорят за забележително ниско проникване на публичните фирми – на всеки 1 млн. души се падат само 9 публични фирми. Освен това, поне в някои от по-зрелите пазари, броят на регистрираните на борсата компании намалява. Красноречиво е сравнението с банковата система в световен план, при която на всеки един милион души средно се падат около 17 000 корпоративни банкови кредитополучатели. Макар и ниска в абсолютно изражение, тази цифра е много по-висока от съотношението на публичните компании. Cecchetti и Schoenholtz (2018) и Doidge et al. (2018) изследват причините и последиците от този процес на дерегистрация на водещи щатски пазари, като NYSE, ARCA и NASDAQ. Процесът е съпроводен с по-бавен темп на първичните публични предлагания (IPO) – от 300 годишно в средата на 90-те години до около 100 годишно в средата на 2010-те години. Gleisner и Thomadakis (2018) отчитат подобно забавяне на IPO в Европа – от 504 през 1996 г. до 193 през 2016 г. Интересна е и посоката на изследване на Djama, Martinez и Serve (2012), които проучват научната литература от-

носно доброволните (мотивирани от преоценка на разходите и ползите от оставането на публична дейност) и принудителните (поради нарушения на изискванията на фондовата борса или финансов стрес) делиствания.

Не само, че общият брой на листваните на борсата дружества е малък, но и високите разходи за регистрация, поемане на емисии и търговия затрудняват малките дружества да станат и да останат публични. В тази връзка Ritter (2018) оценява средния брутен спред средно на 7% от общите постъпления, уточнявайки, че той може да бъде дори по-висок за малките емитенти – именно тези разходи насърчиха създаването на алтернативни пазари за МСП с по-ниски изисквания и такси, в голяма част от фондовите борси, в т.ч. и в България. Поради посочените по-горе причини обаче, тези изисквания не могат да бъдат премахнати напълно и достъпът до публичните пазари остава предизвикателство за МСП.

Трето, *достъпът до облигационно финансиране*, макар и потенциално по-отворен от собствения капитал, продължава да бъде по-жизнеспособен източник за големите дружества, отколкото за по-малките. Въпреки че споделят някои характеристики с договорите за банков дълг, облигациите имат относителните предимства на своята търгуемост (но все пак много по-малка от тази на собствения капитал) и което е по-важно, налични са по-гъвкави условия и много често по-дълг матуритет (ICMA, 2013; The World Bank, 2011; International Organization of Securities Commissions database). Банките са донякъде ограничени в способността си да предлагат широк набор от договори за заем по силата на зависимостта си от краткосрочни депозити и то обикновено в местна валута. За да намалят риска от банкрут, банковите мениджъри (от името на акционерите на банката), загрижени за поемането на прекомерен риск, (или от името на банковия регулатор), загрижен за евентуални системни ефекти, е много вероятно да ограничат степента на риска, падежните и валутните несъответствия, поемани при трансформирането на пасивите в кредити.

Именно подобен тип пречки до голяма степен са премахнати на пазара на облигации, където емитентите са в състояние да посрещнат нуждите си от финансиране, а инвеститорите проявяват разнообразни рискови предпочитания и хоризонти на планиране, тъй като дългът по принцип е по-сигурен от собствения капитал, много компании могат да се възползват от този инструмент.

Предходно дискутираните ефекти от евентуален неблагоприятен подбор и фиксирани разходи за влизане, ще останат съществена пречка за масовото използване на облигационните пазари от по-малките дружества. На практика обаче, сравнявайки двата пазара (на акции и облигации) проучванията показват интересни тенденции, а именно: броят на дружествата, които

избират да емитират облигации на публичните пазари е по-малък от броя на дружествата, които листват своите акции (Didier, Levine and Schmukler, 2015), както и че като цяло по-големите дружества са по-склонни да емитират облигации на пазарите (Davis, Maslar and Roseman, 2017; Duffee and Hördahl, 2019).

Не на последно място, *ликвидността* е от значение както за собствения капитал, така и за дълга, макар и в различна степен. За разлика от заемите и облигациите, договорите за дялово участие (каквито са акциите) имат безкрайна продължителност. Те не могат да бъдат изисквани от инвеститора дори ако инвеститорите променят мнението си за очакваната рисково коригирана възвръщаемост (или се сблъскат с непредвидени нужди от ликвидност) и искат да се отърват от конкретния актив. Така ликвидността на съответната акция се явява единствената своеобразна „клауза за излизане от позиция“, която е на разположение на инвеститора. Ето защо, наред с другите фактори, развитието на динамичен първичен капиталов пазар зависи от активен вторичен пазар, на който има активни и много на брой добре информирани трейдъри, които обменят ценни книжа често и по цени, основани на фундаментални данни (а не примерно, предварително договорени „извънборсови“ (ОТС) блокови сделки извън ценовия рейнж – практика, която е често срещана при неликвиден пазар, в т.ч. и на БФБ – София).

Заключение

В обобщение на направения анализ, могат да се формулират следните основни изводи:

Глобалната система от капиталови пазари включва в себе си многобройни взаимосвързани фондови борси и небанкови финансови институции, които от своя страна включват широк набор от субекти с разнообразни бизнес модели, включително различни видове инвестиционни фондове, акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), застрахователни корпорации, пенсионни фондове и брокер-дилър компании, попадащи под регулаторната рамка на множество международни юрисдикции.

Всичките тези взаимосвързани капиталови пазари могат да окажат влияние върху финансовата стабилност по няколко основни канала, а именно: по отношение на обема на финансирането, с което разполагат фирмите – капиталовите пазари ще играят стабилизираща роля, ако пазарите на облигации, капиталовите пазари (или и двете), противодействат на епизодите на криза, които засягат банковата система. Известно е, че банковото кредитиране е проциклично, което означава, че негативните макроикономически шокове могат да бъдат засилени от неочакван недостиг на кредити, като обяснение-

то в случая би било по-ниското предлагане, а не с по-ниско търсене. Не са за подценяване и периодите на циклично повишаване на лихвените нива. От друга страна, ако допуснем, че участниците на капиталовите пазари са принципно по-слабо чувствителни към цикъла (тъй като имат по-рискова нагласа и по-дълъг инвестиционен хоризонт), то те може да са по-склонни да предоставят необходимото финансиране на фирмите, като по този начин действат като своеобразна „резервна гума“ за банковата система. Разбира се, има цели сегменти от капиталовите пазари, които биха се държали по сходен начин (като банките при кризи), а ако това се случи, би се засилила допълнително отрицателната обратна връзка между реалната и финансовата страна на икономиката.

Съвременните емпирични изследвания в областта потвърждават наличието на редица предпоставки за развитието на капиталовите пазари. Данните сочат, че за да се развият капиталовите пазари, държавите трябва да имат три основни предпоставки. Първо, стабилна макроикономическа среда, която включва икономически растеж, ниска инфлация и стабилна фискална политика. Второ, определено ниво на развитие на финансовия сектор, включващо стабилен финансов сектор, институционални инвеститори и финансова отвореност. И накрая, стабилна правна и институционална среда с предвидима правна и регулаторна рамка, която включва механизми, гарантиращи защитата на миноритарните инвеститори и зачитането на върховенството на закона от страна на държавата.

В полза на макроикономическата стабилност и в резултат на по-голямата си договорна гъвкавост по отношение на дълговите договори, капиталовите пазари правят емитентите по-устойчиви на финансови затруднения. Невъзможността за изплащане на дълга често води до фалит, който е далеч по-травматичен и непреодолим резултат от спада в цената на акциите – той може да причини по-скоро материални щети на инвеститорите, но не и пряко на емитента. Разбира се обаче, трябва да се отчита и обстоятелството, че твърде дълбокият спад в цената на акциите може да навреди на способността на компанията да емитира допълнителен капитал в бъдеще, независимо от сегмента на пазара, на който то иска да стъпи – ако финансовите затруднения обаче са временни (т.е. проблем с ликвидността, а не с платежоспособността на емитента), капиталовата структура с висока степен на участие на собствения капитал може да увеличи шансовете на дружеството да се изправи на крака. По подобен начин, както беше отбелязано по-горе както пазарите на облигации, така и пазарите на акции предлагат на фирмите по-добро съчетание на падежите на дълговите плащания, като по този начин има възможност да се избегне скъпоструващата преждевременна ликвидация на дългосрочни проекти, като вторичните пазари могат да повлияят на

финансовата стабилност, ако колебанията в цените на акциите се пренесат в реалната икономика. Това би могло да се случи, защото движението на цените има ефект върху богатството на притежателите на ценни книжа, (инвеститорите и фирмите регистрирани на борсата вземат много често инвестиционни решения въз основа на пазарните оценки).

Последните изследвания в областта показват, че развитието на капиталовите пазари е свързано с определено ниво на риск и че съществува нелинейна връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж. Това означава, че положителният ефект на финансовото посредничество върху растежа и стабилността съществува само до определен праг, след който ефектът става отрицателен – т.е. системният финансов риск е потенциално предизвикателство във финансовата система, особено когато развитието на финансовото посредничество стане твърде голямо, твърде сложно и твърде взаимосвързано.

Въпреки че необходимостта от това една банкова система да се е развила до определен праг, за да се развият капиталовите пазари в съответната икономика е добре известно от десетилетия, все още са ограничени изследванията върху последователността в развитието на пазарите на акции и дългови инструменти, както и тези за връзката между инвеститорите на дребно и институционалните инвеститори. Съществуват обаче емпирични доказателства, че институционалните инвеститори, особено пенсионните фондове, са положително свързани с развитието на капиталовите пазари. Липсата на изследвания в тази област може да отразява и факта, че различните държави имат различни пътища за развитие на капиталовите си пазари в зависимост от условията, в които се намират. Ограничените изследвания в тази област подсказват необходимостта от предпазливост при правенето на заключения за въздействието на развитието на капиталовия пазар върху икономическия растеж и финансовата стабилност.

Използвана литература

- Aldasoro, I. and Ehlers, T. (2018). Global liquidity: changing instrument and currency patterns, BIS Quarterly Review, September, pp. 17-27.
- Bebczuk, R. (2007). Listings, Delistings, and the Primary Equity Market in Argentina, Centro para la Estabilidad Financiera (Center for Financial Stability), Working Paper 16, Buenos Aires.
- Bebczuk, R. and Cavallo, E. (2016). Is Business Saving Really None of Our Business?, Applied Economics 48 (24), pp. 2266-84, DOI:10.1080/00036846.2015.1117050

- Ben Naceur, S., Ghazouani S. and Omran, M. (2007). The Determinants of Stock Market Development in the Middle-Eastern and North African Region.
- Billmeier, A. and Massa, I. (2009). What Drives Stock Market Development in Emerging Markets: Institutions, Remittances, or Natural Resources?, *Emerging Markets Review* 10.
- BIS. (2021). Bank for International Settlements, Statistics, available at: <https://www.bis.org/statistics/index.htm>
- Carvajal, A. and Elliott, J. (2007). Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis, IMF Working Paper 07/259.
- Cecchetti, S. and Schoenholtz, K. (2018). Financing Intangible Capital, Vox CEPR Policy Portal, February 22, available at: <https://voxeu.org/article/financing-intangible-capital>
- Claessens, S., Pozsar, Z., Ratnovski, L. and Singh, M. (2012). Shadow banking: economics and policy, IMF Staff Discussion Note 12/12.
- Davis, R., Maslar, D. A. and Roseman, B. (2017). Secondary Market Trading and the Cost of New Debt Issuance, available at SSRN 2954857.
- De la Torre, A., Feyen E. and Ize, A. (2013). Financial Development: Structure and Dynamics.
- De la Torre, A., Gozzi J., and Schmukler S. (2008). Capital Market Development: Whither Latin America?, pp. 121-54. Chicago: University of Chicago Press.
- Didier, T., Levine, R. and Schmukler, S. (2015). Capital Market Financing, Firm Growth, and Firm Size Distribution, Policy Research Working Paper 7353, World Bank.
- Dittmar, R. and Yuan, K. (2008). Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?, *Review of Financial Studies*, 21 (5), pp. 1983-2014., DOI:10.1093/rfs/hhn015
- Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007). Private Credit in 129 Countries, *Journal of Financial Economics*, 84 (2), pp. 299-329.
- Doidge, C., Kahle, K. M., Karolyi, G. A. and Stulz, R. M. (2018). Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?, *Applied Corporate Finance*, 30 (1), pp. 8-16.
- Duffee, G. R., and Hördahl, P. (2019). Corporate Bond Use in Asia and the United States, BIS Paper 102k, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Eichengreen, B. and Luengnaruemitchai, P. (2004). Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?, NBER Working Paper 10576, DOI:10.3386/w10576
- Eren, E., Schrimpf, A. and Sushko, V. (2020). US dollar funding markets during the Covid-19 crisis – the money market fund turmoil, BIS Bulletin, no 14, May.

- Erik, B., Lombardi, M., Mihaljek, D. and Shin, H. S. (2020). The dollar, bank leverage, and real economic activity: an evolving relationship, AEA Papers and Proceedings, vol 110.
- ESRB. (2019, 2022). European Systemic Risk Board, available at: <https://www.esrb.europa.eu/>
- Fed. (2020). Federal Reserve Board, available at: <https://www.federalreserve.gov/default.htm>
- Fløgstad, C. (2017). Domestic Bond Markets in Emerging Economies: Crowding In or Crowding Out?, Working Papers in Economics 15/17, University of Bergen, Norway.
- FSB. (2020, 2021). Financial Stability Board, available at: <https://www.fsb.org/>
- Garcia, V. and Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, *Journal of Applied Economics*, 2 (1), pp. 29-59, DOI:10.1080/15140326.1999.12040532
- Gleisner, L. and Thomadakis, A. (2018). Recent Developments in European Capital Markets: Key Findings from the 2018 ECMI Statistical Package, European Capital Markets Institute Research Report 14, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Kang, T., and Kim, K. (2019). Push vs. Pull Factors of Capital Flows Revisited: A Cross-Country Analysis, KIEP Working Paper 19-01, Korea Institute for International Economic Policy, Seoul.
- Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S. (2010). Financial Globalization and Economic Policies, In *Handbook of Development Economics*, Amsterdam, vol. 5, pp. 4283-62.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- Laeven, L. (2014). The development of local capital markets. Rationale and challenges, IMF Working Paper 14/234.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. *Handbook of economic growth*, *Handbook of Economic Growth*, edition 1, vol. 1, chapter 12, pp. 865-934.
- Lim, J. J. (2013). Institutional and Structural Determinants of Investment Worldwide, Policy Research Working Paper 6591, World Bank, Washington D.C.
- Litan, R. E., Pomerleano, M. and Sundararajan, V. (eds.) (2003). *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Luengnaruemitchai, P. and Ong, L. (2005). An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains, IMF Working Paper 05/152.

- Mirdala, R., Svrčeková, A. and Semančíková, J. (2015). On the Relationship between Financial Integration, Financial Liberalization and Macroeconomic Volatility, MPRA Paper 66143, Faculty of Economics, Technical University in Kosice, Slovak Republic.
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 53 (1), pp. 27-64.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. and Kose, A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF Occasional Paper 220.
- Rajan, R. G., Zingales, L. (2003). Banks and Markets: The Changing Character of European Finance, NBER Working Paper 9595.
- Reinhart, C. (2009). A Series of Unfortunate Events: Common Sequencing Patterns in Financial Crises, NBER Working Paper 17941.
- Ritter, J. (2018). Initial Public Offerings: Updated Statistics, University of Florida, Gainesville.
- Rojas-Suarez, L. (2014). Towards Strong and Stable Capital Markets in Emerging Market Economies, BIS Paper 75, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Vittas, D. (1998). Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?, Policy Research Working Papers 2032, World Bank, Washington, DC.
- WFE. (2022). The World Federation of Exchanges, available at: <https://www.world-exchanges.org/>

THE ROLE OF THE CAPITAL MARKET SYSTEM AS A MECHANISM FOR STABILITY AND ECONOMIC GROWTH

Assist. Prof. Alexander Apostolov, PhD
Department „Macroeconomics“
Economic Research Institute at the BAS
e-mail: alexander.g.apostolov@gmail.com

Abstract

The study provides an overview of the key actors in capital markets and their attendant risks, focusing on a range of transmission mechanisms, resilience, and potential risks to financial stability. It discusses key determinants of the development of modern capital

markets and their relationship to economic growth, with an emphasis on the challenges arising from the interconnectedness between banking institutions, the non-bank financial organizations sector, and capital markets. Particular attention is given to the role and importance of government policies, regulatory frameworks, the degree of financial openness, and the institutional environment, in the context of the impact of asymmetric information on capital markets and its implications for investment, financial markets, and their importance in maintaining the stability and transparency of a financial system.

Keywords: capital markets, risk, financial stability, economic growth

JEL: O43, G15, G14, K22