

## *Предизвикателства пред нововъзникналите капиталови пазари*

Добре функциониращият капиталов пазар дава възможност за дългосрочно финансиране на публичните компании, свързан е от редица автори с икономическия растеж, предлага богата палитра от инвестиционни възможности и се приема, като измерител на икономиката. При по – слабо развитите икономики с нововъзникнали пазари изброените възможности придобиват още по – висока актуалност. Това прави изследването и анализа на предизвикателствата пред нововъзникналите пазари особено значимо.

### 1. Основни фактори за създаването и успешното развитие на капиталовия пазар.

Структурата на глобалния капиталов пазар съдържа три основни компонента. Първият е първичният капиталов пазар за нови емисии на капитали от компании и други институции, включително правителства. Вторият е вторичният пазар, на който се търгуват вече емитираните ценни книжа. Третият е пазарът на деривати, който обслужва търговията с ценни книжа, чиято стойност се извлича от основните ценни книжа. Следователно може да се твърди, че по функционална класификация капиталовите пазари играят три основни роли. Първо, компаниите могат да привличат дългосрочни източници за финансиране от тези, които имат свободни такива, като финансови институции институционални и частни инвеститори. Изпълнявайки тази роля, те действат като първични пазари за нови емисии на собствен капитал и дълг. Второ, капиталовите пазари осигуряват готови средства за инвеститорите, като продават притежавани от тях акции или облигации или като купуват допълнителни, за да увеличат портфейлите си. В тази роля, капиталовите пазари действат като вторични пазари за търговия на съществуващи ценни книжа. На трето място, пазарите предоставят механизми за търговия с бъдещи и условни вземания, базирани на стойности на базовите активи, което намира проява в пазара на деривати. Развиващите се пазари са голяма и разнообразна група, като не всички споделят едни и същи характеристики на финансовата система. Важен момент тук е да се вземе под внимание кой е разглеждания пазар. Развиващи са например пазарите на България и Северна Македония, както и тези на Бразилия, Индия и Русия но двете групи едва ли имат значими общи признаци, проблеми или предизвикателства.

Развитието на капиталовите пазари е активно насърчавано от международни организации, като МВФ, Световната банка и ОИСР. Основната причина е, че чрез насърчаване на финансовото развитие и интеграция на местните капиталови пазари би се ускорил икономическия растеж чрез подобряване на ефективността в разпределението на капитала. Местните капиталови пазари предлагат редица предимства, както на инвеститорите, така и на търсещите финансов ресурс, включително правителствата. Те осигуряват по-добро

споделяне на риска и подобряват прилагането на фискалната, паричната и валутната политика. Улесняват търговията, хеджирането и диверсификацията. В допълнение изпълняват ефективен мониторинг на мениджмънта и упражняват корпоративен контрол. Освен това ако собствениците биха желали да се откажат от бизнеса си капиталовите пазари предоставят най – логичния начин за това.

Предимствата на добре развитите пазари са многобройни. Развитието на динамичен пазар автоматично увеличава нивото и усъвършенстването на финансовото посредничество в една икономика, като същевременно предлага на инвестиционната общност безброй финансови продукти. Такива пазари насърчават икономическия растеж чрез увеличен достъп до спестявания и диверсификация на риска. Типичният пазар се състои от няколко институции, включително банки, застрахователни компании, взаимни фондове и финансови компании, като всички допринасят за мобилизиране на ресурси. В резултат правителствата също могат да финансират дефицита си, като същевременно намаляват фискалния натиск върху банковата система. Това може да помогне за намаляване на цената на капитала чрез редуциране на риска, с който се сблъсква финансовата система. Фондовите борси спомагат за увеличаване на прозрачността в процеса на приватизация чрез насърчаване на по-широка собственост, като подобряват ефективността на разпределението на ресурсите чрез конкурентен механизъм. Те повишават ликвидността и осигуряват рисков капитал. Сред основните приоритети на компаниите, които поемат по пътя на публичността при избор на пазар се очертава ликвидността – посочена от 49%, оценката на пазара – посочена от 32% и разходите – посочени от 29% докато мащаба на пазара се очертава, като все по – маловажен. През последните няколко десетилетия в световен мащаб се наблюдава подем на активността на капиталовия пазар а нововъзникващите пазари представляват голяма част от този бум. Въпреки че борсите с развит пазар продължават да бъдат предпочитани, преднината им пред развиващите се пазари се свива значимо. Доминирането на Ню Йоркската, Лондонската и Хонгконгската фондови борси над пазари, като индийския и бразилския намалява осезаемо след 2011г. Това предполага нарастващото признаване на капиталовия пазар, като инструмент за бързо проследяване на икономическия прогрес в развиващите се икономики. Критиците обаче твърдят, че капиталовият пазар може да не работи ефективно в развиващите се страни и че може да не е възможно тези страни да насърчават фондовите пазари предвид огромните разходи и лошите финансови структури.

Въпреки потенциалните ползи, не всички държави имат добре развити капиталови пазари. Нещо повече, инициативите за развитие на местните капиталови пазари ръководени от правителствата и международните организации, имат смесен успех. Противно на всеобщото признание, че борсите са най-прагматичният и рентабилен подход за набиране на капитал, фирмите, особено от частния сектор в слаборазвитите икономики, твърде често се отклоняват от борсите. В резултат на това повечето от първичните публични

предлагания, които са се случили на борсите на неразвитите пазари, са реализирани от държавата, а не от пазара.

Докато някои държави успяват да развият значителни и ликвидни местни капиталови пазари, други виждат, че пазарите им стагнират или дори се сриват, въпреки добре предвидените и повтарящи се държавни намеси. Освен това много от тези пазари, особено в развиващите се икономики, са били обект на променливи международни капиталови потоци, което кара някои да поставят под въпрос ползите от задълбочаване на финансовите ресурси и финансовата глобализация.

В много развиващи се и нововъзникващи икономики местните капиталови пазари остават силно неликвидни и сегментирани, като търговията и капитализацията са концентрирани върху няколко ценни книжа .

Посочените проблеми се засилват от слабата регулация и макроикономическа нестабилност. На този фон финансовата либерализация се превръща в нововъзникваща тенденция както в развитите, така и в развиващите се страни. Потенциалът на високоефективните финансови системи е знак за стремежа към по-добро функциониране на капиталовите пазари, особено в развиващите се страни.

Някои автори отбелязват, че акцентът върху капиталовите пазари е резултат от функционирането на редица взаимосвързани фактори като: прогресивната дерегулация на финансовите пазари както вътрешна, така и външна; интернационализацията на тези пазари и нарастваща роля на нови участници на финансовите пазари, по-специално на институционалните инвеститори.

## 2. Литературен обзор.

Ефективното функциониране на местните капиталови пазари изисква да бъдат изпълнени няколко условия. Тези предпоставки като цяло могат да бъдат класифицирани в няколко групи: стабилна макроикономическа политика, добре функционираща финансова инфраструктура, институционално качество, адекватна регулация и надзор. Освен всичко това пазарите не могат да бъдат ефективни, без да се достигне минимален размер. Без тези предпоставки правителствените усилия за разработване на местните капиталови пазари имат предпоставки да се провалят. Това води до плитко пазари и обвързани инвеститори, поради което обикновено е препоръчително да се извършат последователни финансови реформи, така че тези условия да са достатъчни, преди да бъдат установени местните капиталови пазари.

- ✓ Макроикономическа стабилност.

Общопризнато е, че капиталовите пазари не биха могли да се развиват в нестабилни икономики. Докато нестабилността на финансовите променливи, като лихвени проценти и валутни курсове, насърчават развитието на редица финансови продукти, възниква проблем когато изменчивостта на тези променливи е толкова голяма, че създава несигурност за посоката на пазара. Например, прекалено високите лихвени проценти се възприемат от инвеститорите като неустойчиви и следователно стимулират несигурност относно възможните промени, като например промени на валутния курс или на данъчно облагане и контрол. Липсата на достатъчно сигурност намалява стимулите за инвестиране в местни капиталови пазари, тъй като това се отразява неблагоприятно на очакваната дългосрочна рентабилност. Макроикономическата нестабилност влошава проблема с информационната асиметрия и се превръща в източник на уязвимост за финансовата система.

Проблемът с прекомерната нестабилност е особено важен за институционалните инвеститорите, особено пенсионните фондове. Мениджърите на пенсионни фондове не биха били заинтересовани да поддържат в портфейлите си активи със силно променливи цени.

Макроикономическата стабилност е основата за устойчив растеж и следователно за увеличаване на коефициента на частни спестявания, което от своя страна повишава потенциално вътрешно търсене на инструменти на капиталовия пазар.

Липсата на стабилна макроикономическа политика освен пречка за развитието на местните капиталови пазари се превръща в източник на слабост за икономиката, след интегрирането на местните с глобалните пазари. Следователно е критично важно страните да продължават да провеждат стабилни макроикономически политики, докато отварят капиталовите си пазари към чуждестранния капитал.

García и Liu твърдят, че стабилна макроикономическа среда и достатъчно високи нива на доходи, БВП на глава от населението, вътрешните спестявания и вътрешните инвестиции са важни определящи фактори за развитието на фондовите пазари на развиващите се пазари.

✓ Финансова система.

Добрите макроикономически политики, стабилната правна рамка и институционалната настройка сами по себе си не са достатъчни за разцвета на капиталовите пазари. Те трябва да бъдат допълнени с добре развита финансова инфраструктура, която да благоприятствува търговията и обмена на информация. Тук банките играят значима роля, като обикновено представляват 85-90 процента от активите на финансовата система. На този фон капиталовите пазари и други финансови институции остават сравнително слабо развити, въпреки че през последните години те бързо нарастват.

Yartey отбелязва, че развитието на банковия сектор е важно за развитието на капиталовия пазар в развиващите се икономики. В ранните етапи на своето създаване капиталовия пазар е допълнение а не заместител на банковия сектор. Услугите за подкрепа на банковата система допринасят значително за развитието на капиталовия пазар.

Емпирични изследвания на Демиргук-Кунт и Левайн установяват, че повечето показатели на капиталовия пазар са силно свързани с развитието на банковия сектор.

Съществуват редица причини, обясняващи свързаността между банковите системи и дълбоките капиталови пазари:

Първо, стабилните банки осигуряват източниците на ликвидност, необходими на капиталовите пазари. Например брокерите и дилърите играят активна роля в динамичните капиталови пазари от търгуване на ценни книжа за собствена сметка или за сметка на своите клиенти. За да осъществят своята дейност, брокерите държат ценни книжа във финансов ресурс, който понякога би могъл да бъде значителен. Тези финансов ресурс се финансират чрез кредитни линии на банките. Следователно, ако кредитът на банките прекъсне поради финансови смущения, осигуряването на ликвидност необходима за адекватното функциониране на капиталовите пазари, ще бъде нарушено.

Второ - развитието на местните пазари за корпоративни облигации. В зараждащ се пазар, за да могат инвеститорите да доверят дългосрочните си средства на местните емитенти на облигации те трябва да бъдат уверени, че тези кредитополучатели могат да отговорят на стандартите за изплащане, установени от стабилните банки и техните надзорни органи.

Трето, по време на процеса на развитие на капиталовия пазар банковите депозити са важен вариант за инвестиции за институционални инвеститори, като начални частни пенсионни фондове. Това не би било разумен избор в контекста на силно крехка банкова система.

Четвърто, след паричните средства, банковите депозити са най-ликвидните активи в много нововъзникващи пазарни. По този начин, предвид високата им ликвидност, банковите депозити може да предостави възможност за излизане на инвеститорите, които се интересуват от влизането в местния капиталов пазар, където се търгуват рискови и по-малко ликвидни активи.

В много страни банките са основни притежатели на местни облигации, които обикновено се разглеждат като сигурни активи или служат за обезпечение и по този начин са затворен пазар на държавни облигации. Това означава, че банковото развитие и развитието на пазара на облигации са взаимосвързани, а политиките за насърчаване на стабилна банкова система също ще подкрепят развитието на местните пазари на облигации.

Burger и Warnock установяват, че страните с по-развити банкови пазари са склонни да имат по-развити местни пазари на облигации, което предполага, че двата пазара се допълват взаимно.

По подобен начин Eichengreen и Luegnaruemitchai показват, че икономиките с по-конкурентен банков сектор са склонни да имат по-развити пазари на облигации.

Местните капиталови пазари обикновено са по-развити в страни с по-развити банкови пазари. Освен това страните с по-развит банков сектор са склонни да имат по-силна защита на правата на кредиторите, точно както защитата на правата на инвеститорите е важен предопределящ фактор за развитието на местните капиталови пазари.

✓ Институционално качество, регулация и надзор.

Според Международния валутен фонд качеството на институциите е важно за развитието на фондовия пазар, тъй като ефикасните и отговорни институции са склонни да разширяват привлекателността и доверието в инвестиции в акции. По този начин инвестициите в акции стават постепенно по-привлекателни, тъй като политическият риск се решава с течение на времето. Следователно развитието на институции с добро качество може да повлияе на привлекателността на инвестициите в акции и да доведе до развитие на фондовите пазари.

Съществуват различни виждания за необходимостта от регулиране на пазара на ценни книжа. Ранните проучвания по темата твърдят, че пазарите на ценни книжа трябва да останат нерегулирани.

Yartey намира доброкачествени институции като законност и ред, демократична отчетност, бюрократично качество като важни определящи фактори за развитието на фондовия пазар, тъй като те намаляват политическия риск и повишават жизнеспособността на външните финанси.

Erb и др. посочват, че очакваната възвръщаемост е свързана с размера на политическия риск. Те откриват, че както в развиващите се, така и в развитите страни, колкото по-ниско е нивото на политически риск, толкова по-ниска е изискуемата възвръщаемост. Данните от литературата сочат, че политическият риск е ценен фактор, за който инвеститорите се възнаграждават и че силно влияе на местните разходи за собствен капитал, което може да има важно значение за развитието на капиталовия пазар.

Силната институционална рамка, която защитава правата на инвеститорите и кредиторите включва подходящи механизми за прилагане на договорите и върховенството на закона. От своя страна, това изисква: способна и независима съдебна система, свободна от политически натиск; правни процеси, които подкрепят бързото прилагане на регламенти; прозрачност в правителствените политики; и адекватен закон за фалит. За съжаление,

качеството на институциите на повечето нововъзникващи пазари изостава значително от напредналите икономики. Друг сериозен проблем пред нововъзникналите капиталови пазари в областта на спазване на върховенството на закона е корупцията, която е сериозна заплаха за основните принципи и ценности на съвременното общество.

В същото време силните закони за ценните книжа и правата на инвеститорите може да са недостатъчни за развитието на местните капиталови пазари ако корпоративната собственост е концентрирана и корпоративното управление е слабо. В такава среда може да са необходими реформи на корпоративното управление, за да се подкрепят правата на инвеститорите. Такива реформи биха могли да се съсредоточат върху насърчаване на по-строг надзор над корпоративните съвети или премахване на бариерите при заплахи за поглъщане.

Едно от предизвикателствата е, че изграждането на институции изисква време и изисква постоянен и широк политически консенсус. Поддържането на пазарно ориентирани политики като приватизационни и либерализационни програми представлява основен тест за политически ангажимент за по-сигурни права на частна собственост. Това може да окаже значително влияние върху развитието на местния пазар чрез разрешаване на политическия риск и изграждането на доверие на инвеститорите.

Както бе споменато регулациите губят своята ефективност, ако има слабости в някой от останалите стълбове за развитие на пазара. Например, регулациите не могат да създават стимули за инвеститорите да поставят своите средства на местните капиталови пазари в условията на силно нестабилна икономика. Също така, регулациите не могат да бъдат надеждни, ако институциите, които определят тяхното изпълнение са слаби. И накрая, никаква регулация на капиталовия пазар не може да гарантира това наличие на ликвидност, което могат да осигурят надеждните банки.

Редица автори отбелязват, че основен фактор за развитието на капиталовия пазар е нивото на защита на акционерите в публично търгуваните дружества. Развитието на капиталовия пазар е по-вероятно в страни със силна защита на акционерите. В допълнение, собствеността върху такива пазари може да бъде сравнително разпръсната, което осигурява ликвидност на пазара.

Laporta и др. установяват, че страните с по-ниско качество на правните правила и правоприлагането имат по-малки и по-тесни капиталови пазари и че представените на техните фондови пазари компании се характеризират с по-концентрирана собственост.

### 3. Изводи и заключения.

Изграждането и укрепването на нововъзникналите капиталовите пазари е от изключителна важност за националните икономики, като това е подкрепяно, както от съответните правителства, така и от сериозни международни институции. Мащабите, както и активността на тези пазари бележат забележителен ръст през последните десетилетия, многократно превъзхождащ тези на развитите пазари. Развитието и утвърждаването на нововъзникналите пазари се свързва с някои основни групи фактори, както и със специфични предизвикателства, присъщи на техните икономики. Сред основните фактори, оказващи решаващо влияние на нововъзникналите пазари се нареждат: макроикономическата стабилност, наличието на развита финансова система, както и наличието на адекватна превна рамка, регулация и надзор. Някой от посочените фактори например банките освен, като двигател, биха могли да оказват и възпиращо влияние. В тази посока част от реформите на развиващите се капиталови пазари би трябвало да целят премахване на политиките, които благоприятствуват дълга пред финансирането със собствен капитал, като насърчават по – голяма диверсификация на инструментите за финансиране. Успешното изграждане и развитие на капиталовия пазар не е самоцел а дълбоко осъзната потребност, както и не представлява механичен сбор от множеството посочени условия и предпоставки. То е функция на инвестиционната култура, специфичните за обществото народопсихология и традиции, както и на структурата на съответния пазар.