

БЪЛГАРСКА АСОЦИАЦИЯ ПО МАКРОИКОНОМИКА

**КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ В УСЛОВИЯТА НА ПРЕХОДНА
ИКОНОМИКА: СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ**

Изготвил:
доц. д-р Мирослав Йорданов Матеев

София, 2005 г.

1. Роля и значение на Българският капиталов пазар в контекста на останалите пазари от Централна и Източна Европа

Икономическото развитие в световен мащаб доказва ролята и значението на капиталовите пазари. Чрез капиталовия пазар се генерират дългосрочни доходи, осигурява се необходимият капитал за финансиране на корпоративния и публичния сектор на икономиката, и се формират необходимите механизми за ефективно управление и контрол. Ето защо, капиталовите пазари и в частност фондовите борси, играят ролята на катализатор на икономическите процеси във всяко едно пазарно стопанство. За да изпълни тези свои функции, капиталовият пазар трябва да функционира ефективно. Факторите, които определят поведението и степента на ефективност на капиталовия пазар са многообразни – икономически, политически, законодателни, институционални. Исторически погледнато, процесът на развитие на капиталовите пазари на икономиките в преход, се определя от скоростта и дълбочината на реформите в тези страни и най-вече от успехите или неуспехите в областта на приватизацията, тъй като повечето от листваните на борсата компании са преминали през етапа на приватизация. Различният ход на приватизационните процеси определя различната степен на развитие на капиталовите пазари на икономиките в преход. Налице са и редица особености на борсовата търговия, свързани с трудностите на прехода в тези страни. Такива особености са изключително ниската ликвидност на пазарите на ценни книжа, съсредоточаването на голяма част от търговията на извънборсовите пазари, нереалните за момента цени, липсата на местно доверие и външен интерес от стратегически инвеститори. Съществуващите институционална и правна рамка също оказват съществено влияние върху степента на ефективно функциониране на капиталовия пазар. Успешното развитие на фондовата борса е пряко следствие и от поведението на компаниите, търгувани на този пазар. Невъзможността на капиталовия пазар у нас да изпълнява своите функции на катализатор на икономическите процеси в страната води до нежелание на българските компании да листват своите акции на официалния фондов пазар или да търгуват активно с тях. Или ако е налице такова желание, то мотивите са свързани главно с постигане на максимална концентрация на собственост.

Определянето на ефективността на капиталовия пазар¹, функциониращ в условията на преходна икономика, е важен икономически проблем, който изисква наличието на ясно дефинирани критерии и показатели за анализ и оценка на ефективността (виж Матеев, 2004). В общия случай, оценката на капиталовия пазар не може да се ограничи само до изследване на неговите функционални характеристики, а трябва да се разглежда в тясна връзка с поведението на икономическите субекти, взаимодействащи с този пазар. Ето защо ефективността на капиталовия пазар трябва да се разглежда от гледна точка на:

1. Степента на развитие на капиталовия пазар у нас.
2. Реализираната доходност от капиталовите активи (дружествата), търгувани на фондовия пазар.
3. Състояние и поведението на публичните акционерни дружества, търгувани на БФБ-София.

Оценката на степента на развитие на българския капиталов пазар, и в частност на Българска Фондова Борса (БФБ)-София, е направена в сравнителния контекст на

¹ В случая се има предвид степента на ефективно функциониране на фондовия пазар от гледна точка на присъщите му функции и роля: мобилизиране на спестяванията, намаляване на риска, корпоративен контрол и разпространение на информация.

капиталовите пазари на страните от Централна и Източна Европа. За целта са използвани следните осем общоприети показателя:

1. Брой листвани ценни книжа (компани) на фондовата борса;
2. Пазарна капитализация на борсата;
3. Дял на пазарната капитализация като процент от БВП;
4. Ликвидност (оборот) на фондовата борса;
5. Оборот на фондовата борса като процент от пазарната капитализация;
6. Концентрация на собственост;
7. Възвръщаемост и риск.
8. Степен на корелираност с останалите пазари

1. Брой листвани ценни книжа (компани) на фондовата борса

Таблица 1.1 показва промяната в броя акции (дружества), листвани на фондовите борси на страните от Централна и Източна Европа, за периода 1994–2003 г. Както се вижда от таблица 1.1 в България броят на тези дружества (вкл. холдинговите дружества) е най-голям през 1998 г., след което голяма част от тях бяха снети от търговия на фондовата борса. Броят на регистрираните емисии акции у нас (на официален и неофициален пазар) се запазва относително постоянен в периода 2002–2003 г. Именно тези емисии са обект на активна търговия и определят оборота на фондовата борса у нас. Както е известно, броят на регистрираните емисии (дружества) за търговия на борсата е индикатор за размера на фондовата борса, и е пряко отражение на избрания метод на приватизация в отделните страни. По този показател (брой регистрирани емисии общо) България се нарежда на второ място след Словакия (към края на 2003 г.). По-ясна представа за големината и активността на фондовите борси ни дава следващият показател – пазарната капитализация.

2. Пазарна капитализация на фондовата борса

Развитието на пазарната капитализация също отразява избрания метод на приватизация. В страните, следващи метода на постепенна приватизация (напр. Полша, Унгария) пазарната капитализация нараства бавно, докато в страните избрали метода на бърза масова приватизация (напр. Чехия), пазарната капитализация достига високи нива в началните години и след това намалява постепенно с делишването на част от компаниите от борсата (виж таблица 1.2). В края на 2002 г. пазарната капитализация на фондовата борса е най-висока в Полша, следвана от Чехия и Унгария. Останалите капиталови пазари в региона имат значително по-малък размер (пазарна капитализация), отчасти поради малкия размер на страната (Естония, Литва и Словения), и/или по-слабото развитие на борсовата търговия (България, Румъния и Латвия). Пазарната капитализация на БФБ – София е една от най-ниските в региона (722 млн. USD в края на 2002 г.), но през 2003 г. тя бележи значителен ръст (1 762 млн. USD). Таблица 1.2 показва, че дори и най-големите централно и източно-европейски фондови борси са сравнително малки (по размер) в световен и европейски мащаб и ако не се обединят или не си сътрудничат, това може да бъде пречка за бъдещото им развитие. Един крупен чуждестранен институционален инвеститор е просто твърде голям, за да изразходва средства за анализ на пазари/компани, в които би могъл да стане основният собственик само с една сделка. Някои инвестиционни фондове имат например минимален размер на инвестиране 1 млн. USD, с което лесно биха си осигурили контролния пакет акции в много от листваните в тези страни компании. От друга страна, ако разгледаме данните за пазарната капитализация на водещите източно-европейски икономики (напр. Полша и Унгария), ще видим, че техните

стойности са близки до тези на страни като Гърция в средата на 90-те години (виж долната част на таблица 1.2).

3. Дял на пазарната капитализация като процент от БВП

Капиталовите пазари в страните от Централна и Източна Европа са сравнително малки по размер от гледна точка на икономиката като цяло, което се потвърждава от дела на пазарната капитализация като процент от БВП. В четири страни – Чехия, Унгария, Естония и Литва – пазарната капитализация спрямо БВП е около 20% (виж таблица 1.3). Това ниво се доближава до средната стойност за някои европейски пазари като Гърция и Португалия в средата на 90-те години, но все още е далеч под тази за развитите пазари (например за Англия този дял е 162%, за Америка – 163%, за Швеция – 100%). От друга страна, пазарната капитализация на БФБ – София като процент от БВП расте значително през последните години, за да достигне 7.94% в края на 2003 г. Въпреки това пазарната капитализация на фондовата борса у нас остава най-ниска в сравнение с тази на останалите страни от Централна и Източна Европа, включително и Румъния². Таблица 1.3 ясно показва, че за разлика от последните няколко години, за периода 1998–2001 г. е налице тенденция на намаляване на дялът на пазарната капитализация като процент от БВП. Няколко са причините за това. Първо, този процес е свързан с общата тенденция към влошаване (намаляване) на оборота на капиталовите пазари в целия свят (особено след кризата през 1998 г.). Второ, през този период се наблюдава едно продължаващо делистване на акциите на компаниите в страните в преход, поради по-строгите изисквания за борсова търговия (напр. изискванията за минимален капитал, предоставяне (разкриване) на информация и по-голяма прозрачност). Малкият брой първоначални публични предлагания (IPO) означава, че компаниите все още не вярват във фондовите борси като реален източник на външно финансиране (извод, който направихме по-горе). Освен това, тъй като лихвеният процент по банковите заеми намалява непрекъснато, компаниите предпочитат финансирането чрез заеман капитал, който е по-евтин. Съществува и един важен допълнителен разход, който компаниите също отчитат. А именно, листваните компании са задължени редовно да осигуряват много повече информация от тези извън борсата, и по този начин стават обект на по-стриктно наблюдение и контрол от страна на държавата и обществеността.

1. Ликвидност (оборот) на фондовата борса

Друг много важен показател за степента на развитие на капиталовия пазар е оборотът на фондовата борса, изразен в US долари или като дял от пазарната капитализация, тъй като той отразява действителната ликвидност на разглеждания пазар. Ето защо показателите, свързани с реализирания оборот, могат да бъдат по-съществени за оценяване на активността на фондовата борса. Както се вижда от таблица 1.4, най-високият оборот на фондовите пазари, за периода 1998–2002 г., е реализиран в Полша и Унгария. Стойностите в таблицата отразяват също влошаващото се състояние на фондовия пазар в Чехия, който имаше най-добри резултати сред останалите пазари в периода 1995–1996 г., но беше застигнат от Унгария и Полша през 1997 г., а след това ликвидността му намалва значително. Главната причина за тази негативна тенденция на чешкия фондов пазар беше липсата на подходящи механизми на корпоративно управление и контрол, както и “бягството” от отговорност на близки (свързани) вътрешни кръгове и мениджъри на инвестиционните приватизационни фондове. Подобна тенденция се наблюдаваше и в

² Виж Годишен доклад на ЕБВР за 2003, Transition report 2003, EBRD.

останалите страни от Централна и Източна Европа, включително и България (виж Чипев и колектив, 2002). След 2002 г. се наблюдава подем в развитието на почти всички източно-европейски фондови пазари (виж таблица 1.4). Както се вижда от таблицата ликвидността на БФБ – София е много ниска в сравнение с останалите пазари, функциониращи в условията на преход. Това ни нарежда до страни като Румъния, Литва и Латвия. Както посочихме по-горе, основните причини за това са бавната приватизация и липсата на подходящи форми на корпоративно управление и контрол в приватизираните дружества. В резултат на успешните икономически реформи през последните две години, ликвидността на БФБ – София се повиши значително и достигна 163.5 млн. щатски долара в края на 2002 г. и съответно 415.6 млн. щатски долара в края на 2003 г.

5. Оборот на фондовата борса като процент от пазарната капитализация

Разглеждайки оборотът на фондовата борса като процент от пазарната капитализация (т.нар. коефициент за оборота), можем отново да видим, че най-високите стойности са реализирани в Унгария, Полша и Чехия (виж таблица 1.5). През 2000 г. само тези три държави имат коефициент за оборота (*turnover ratio*) над 50%, което не е изненадващо. Останалите страни в извадката, включително и България, имат коефициент на оборота под 50 на сто, което е обичайно за икономиките в преход (около 30%), но е далеч под средните стойности за развитите пазари (виж долната част на таблицата). Тези ниски стойности на показателя могат да бъдат обяснени с високата концентрация на собственост, относително ограничените свободни парични потоци, и международната ориентация на търговията на големите фирми. През 2001 г. пазарната активност на борсите в страните от Централна и Източна Европа се влошава значително – нито една от страните в извадката не достига коефициент на оборота 50%. Тази тенденция се запазва и през 2002 г. На фона на ниската пазарна активност на фондовите борси на страните в преход, в България се наблюдава тенденция на устойчив растеж на оборота на БФБ-София след 2000 г., достигайки 23.6% от пазарната капитализация в края на 2003 г., което ни нарежда до страни като Полша и Чехия по този показател. Изводът, който се налага е, че капиталовите пазари на икономиките в преход са доминирани от малък брой фирми. Като резултат, за повечето страни от Централна и Източна Европа е налице висока концентрация на оборота на фондовата борса (изчислена като оборот на първите (по размер) 5% от листваните компании спрямо целия оборот на борсата). Средната стойност на този показател от 70% е близка до тази на останалите европейски страни. Със стойност на показателя от около 40%, Полша е най-малко концентрирания пазар от гледна точка на оборот. Страни като България, Румъния и Латвия имат концентрация на оборота от около 80% (виж Claessens, Djankov and Klingebiel, 2000).

6. Концентрация на собственост

Редица емпирични изследвания (виж LLSV, 2002; Berglöf and Pajuste, 2003) акцентират върху структурата на собственост в страните от Централна и Източна Европа. Те показват една силна концентрация на собственост и контрол в икономиките в преход (виж таблица 1.6). Как може да бъде обяснена тази тенденция? Според авторите, нарастващата отчасти концентрация може да бъде привидна, просто отразявайки по-стриктното спазване на изискванията за разкриване (предоставяне) на информация, което кара действителните собственици да разкриват своите дялово участие. За разлика от първите години на прехода, днес възможността за “прикриване” зад частни (непублични) компании е малка, тъй като регулаторните органи имат

достъп до информацията за собствеността и в тези компании. Налице са и други причини за нарастващата степен на концентрация. Например, ниската степен на защита на интересите на дребните акционери, комбинирана с по-лесния достъп до банково финансиране, позволява на едрите акционери да изкупуват миноритарните дялове и така да заобикалят закона. В много случаи самите дребни акционери проявяват желание да продадат своите дялове, поради факта, че имат твърде малко влияние върху фирмената политика (от гледна точка на дивиденди, свикване на извънредно общо събрание или назначаване на външни одитори). Друга причина за нарастващата концентрация е постепенното разпродаване на остатъчните дялове на държавата. Настоящите мажоритарни собственици на компаниите използват вътрешна информация и контакти, за да закупят тези дялове на една по-ниска (занижена) цена. Така собствеността се концентрира в ръцете на един или няколко едри акционери. Какво показва анализът на данните за 2001 г.? Използвайки наличната информация за броя гласове, държани от най-големия блок акционер (собственик или група от собственици, гласуващи в блок), се забелязва, че тяхната средна стойност е 51% (медиана – 47%). Тази стойност е близка или малко под съответните стойности, наблюдавани в континентална Европа (например, в края на 2000 г. медианата е била, както следва: Белгия – 56%, Австрия – 54%, и Италия – 52%). Вторият по големина блок акционер в Европейските страни е доста по-малък. Изследванията (виж Вагса and Vecht, 2001) показват, че Холандия е страната с най-голям втори блок на гласове (медиана – 7.7%). Таблица 1.6 показва, че изследваните централно и източно-европейски страни, включително и България, имат медиана на гласовете, държани от втория и третия най-голям собственик, съответно 13.1% и 5.8%.

Защо корпоративните собственици предпочитат да концентрират своята власт? Една от основните причини е получаването на лични облаги от контрола за сметка на миноритарните акционери. Пропуските в законовата рамка и заобикалянето на изискванията, регулиращи борсовата търговия, в много случаи води до ситуацията “победителят получава всичко” (*winner-take-all*)³, което означава, че само собствениците, притежаващи контролния пакет акции, имат влияние върху мениджмънта и политиката на компания. Концентрацията на собственост в приватизираните дружества у нас, обект на настоящото изследване, е разгледана в следващата точка.

7. Възвръщаемост и риск

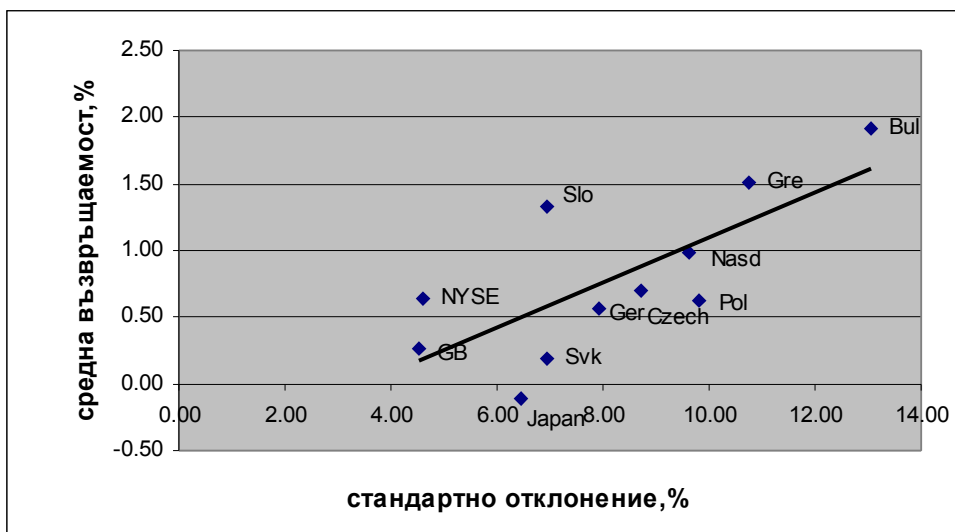
Таблица 1.7 показва възвръщаемостта за националните борсови индекси на страните от Централна и Източна Европа и ги сравнява с други нововъзникващи и развити пазари. Според някои предишни изследвания, средно за периода 1994–2001 г., националните борсови индекси на страните в преход, както и сборният пазарен индекс на нововъзникващите пазари (MSCI Emerging Free), имат по-ниска средна възвращаемост, отколкото тази на развитите пазари. Този извод противоречи на общата за нововъзникващите пазари характеристика, а именно: висок риск, свързан с по-висока средна възвръщаемост. Същите анализи показват, че медианата на възвръщаемостта в тези страни е по-висока от средната, което предполага, че средните възвръщаемости са изместени надолу вследствие на няколко много ниски стойности. Това обаче не се отнася за Полша и Словения, чиито медиани са по-ниски от средните стойности, дори отрицателни. Унгария е единствената страна от централно и източно-

³ Този термин е използван първо от Coffee (1999), когато описва ситуацията в икономиките в преход – първоначално раздробена собственост, но в условията на по-строг правен режим с тенденция към висока концентрация на собственост.

европейските държави, чиято възвръщаемост е по-висока от тази на Световния и Европейския индекс (MSCI World and MSCI Europe). Какво показват резултатите от настоящето изследване? За периода 1997–2003 г. възвръщаемостта на почти всички национални борсови индекси на страните в преход е ниска, отчасти поради обезценяването на националните валути (виж таблица 1.7). Най-голяма обезценка на националната валута за този период се наблюдава в Словения, със средна месечна стойност от 0.39%. Най-висока средна месечна възвръщаемост на борсовия индекс (на база USD), за целия период на наблюдение има отново Словения – 1.33%, а за последните три години – Унгария (2.24%). Средната месечна възвръщаемост на индекса в България е също висока – 1.92% (на база USD), а рискът, измерен чрез стандартното отклонение на възвръщаемостта, е значителен в сравнение с останалите страни от извадката – 13.05%. Това е в съответствие с резултатите от други подобни изследвания на пазарите на страните в преход (виж Claessens, Djankov and Klingebiel, 2000), които показват висока средна възвръщаемост и висок риск. Това се дължи на отклонения (измествания) в извадката от типа “*survivorship bias*”, тъй като повечето проучвания използват индексите на нововъзникващите пазари, съставени от международни институции като Международната финансова корпорация (International Financial Corporation – IFC) и Морган-Стенли интернешънъл (Morgan Stanley Capital International – MSCI). Когато се конструират подобни индекси, обикновено се избират страните и акциите, представящи се най-добре през последните години и след това, с тяхна помощ се определя възвръщаемостта⁴.

Данните в таблица 1.7 показват, че средната възвръщаемост на националните индекси на нововъзникващите пазари като цяло е по-висока от тази в развитите страни. Една от причините за това е, че националните борси на страните от Централна и Източна Европа са с ниска степен на интегрираност с борсовите пазари на развитите страни. Ето защо, те почти не бяха засегнати от тежките кризи през 1998 г. и 2001 г., за разлика от световните фондови пазари, където възвръщаемостта достигна рекордно ниски нива. Друга причина, е че борсовата търговия в страните от Централна и Източна Европа се активизира след 2000 г., което е резултат от усилията на тези страни в подготовката им за присъединяване към Европейския съюз. Както се вижда от таблица 1.7, пазарите в централно и източно-европейските страни се характеризират с по-висок риск (стандартно отклонение) спрямо развитите пазари. Най-висок риск се наблюдава в Полша, със стандартно отклонение на месечната възвръщаемост 9.80%, а най-нисък – в Словения (6.93%). За България тази стойност е по-висока от стойностите на стандартното отклонение за останалите пазари – 13.05% (на база щатски долари). Ясно се вижда правопрпорционалната зависимост между възвръщаемост и риск в извадката, включваща индекси както на нововъзникващите пазари, така и на развитите пазари (виж фигура 1.1). Ако анализираме графиката по-внимателно, можем да видим, че тази положителна зависимост, макар и с много по-малък наклон, се запазва и в рамките на групата на нововъзникващите пазари. Както вече посочихме, причина за това са положителните промени и икономическият ръст на страните в преход през последните няколко години. Това означава, че за инвеститорите, които се интересуват или желаят да инвестират единствено на нововъзникващите пазари, стандартната (положителна) зависимост между възвръщаемост и риск, зададена от МОКА, е все още в сила.

⁴ Местните еталонни (*benchmark*) индекси включват повече на брой акции и по този начин отразяват по-голям дял от пазарната капитализация на съответната местна борса. Същите са използвани в таблица 1.7.



Фигура 1.1 Зависимост между възвръщаемост и риск на индексите на капиталовите пазари на страните в преход и тези по света

8. Степен на корелираност с останалите пазари

Редица изследвания върху рисковите фактори и възможността за прогнозиране на възвръщаемостта на пазарите на страните в преход (виж Rajuste, Kepitis, and Högfeltdt, 2000) показват различна степен на корелация на месечните възвръщаемости на изследваните пазари както помежду им, така и на всяка отделна страна от Централна и Източна Европа с водещите световни и европейски индекси (този показател е добра индикация за нивото на развитие на различните пазари в преход). Анализът показва, че Унгария е най-интегрираната страна, ако използваната мярка за сравнение е корелацията на възвръщаемостта на местния индекс с тази на останалите пазари. Борсовият индекс на тази страна показва положителна и висока корелация с индексите на всички останали страни в преход, с изключение на Словения, а така също и значителна корелация с MSCI World, MSCI Europe, и MSCI Emerging Free. Полша е втората най-силно интегрирана страна от гледна точка на корелираност на борсовия си индекс с останалите пазари, а Чехия е най-малко интегрирана спрямо международните пазари, тъй като изследванията показват негативна корелация със световните и европейските индекси. Според това изследване Словакия и България са най-малко корелираните страни с останалите фондови борси на страните от Централна и Източна Европа. Това се потвърждава от резултатите в таблица 1.8, която показва корелацията между месечните възвръщаемости на националните индекси (на база USD) на различните страни, включени в изследването, за периода 1997–2003 г. Словакия продължава да бъде единствената страна с негативна корелация на индекса си спрямо световните индекси. От своя страна България показва най-висока степен на корелираност на националния си индекс с тези в Германия (DAX Price) и Америка (NASDAQ).

2. Степен на ефективност на капиталовите активи (дружествата), търгувани на Българския фондов пазар.

Оценката на капиталовите пазари, функциониращи в условията на преходна икономика, изисква да се определи степента на ефективност на капиталовите активи (дружествата), търгувани на фондовия пазар у нас. Оценката може да бъде направена

на основата на:

1. Реализирана доходност от капиталовите активи (дружествата), търгувани на БФБ-София.
2. Състояние и поведение на публичните акционерни дружества от гледна точка на:
 - Финансови резултати
 - Структура на собственост
 - Форми на корпоративно управление и контрол

1. Реализирана доходност от капиталовите активи (дружествата), търгувани на БФБ-София

Оценката на доходността на капиталовите активи може да извърши с помощта на подходящ модел, който да отчита специфичните особености на капиталовите пазари в условията на преходна икономика и да съчетава предимствата на съществуващите модели и подходи за оценка на капиталови активи. За целта е използван многофакторен регресионен и крос-регресионен анализ, който включва както значими фундаментални характеристики на изследваните дружества, така и важни макроикономически индикатори, които биха могли да обяснят колебанията в доходността на капиталовите активи у нас. Моделът следва да отчита и редица ограничения на капиталовия пазар у нас, и в частност на БФБ-София:

- Наличие на нередовна търговия с акциите на дружествата, листвани на БФБ – София, и оттам на значим интервален ефект;
- Наличие на недостатъчна извадка (брой наблюдения) за цените и обемите на търговия на БФБ-София, поради ограничения период на изследване;
- Наличие на асиметричност на информацията, достъпна за участниците на капиталовия пазар;
- Ограничен избор на подходящи макроикономически променливи (фактори), за които е налице достатъчна база данни, съвпадаща с периода на наблюдение;
- Ограничен избор на подходящи индекси - заместители на пазарния портфейл, които да отразяват в максимална степен колебанията в пазарната възвръщаемост.

Изследването включва акциите на 160 дружества, търгувани на БФБ – София, за периода 1/1998 – 12/2003 г. Изборът на тези дружества е свързан с обема и честотата на търговия с акциите им през разглеждания период. Въвеждайки ограничението да е съществувала редовна търговия с акциите на включените в извадката дружества на база брой сключени сделки, броят на всички листвани към края на 2003 г. дружества може да бъде редуциран до 160. По този начин частично може да бъде преодолян проблемът с нередовната търговия, което е от изключителна важност при изчисляването на възвръщаемостта на акциите на дружествата, търгувани на подобни пазари, особено на дневна база. Моделът включва регресионно уравнение от типа (2.1) за оценка на допълнителната възвръщаемост (зависимата променлива) на 160-те акции в извадката за съответния период, спрямо независимите променливи (значими фирмени характеристики), изчислени като логаритъм от стойността им в края на предходния период. Като такива променливи са избрани бета, размерът (пазарната капитализация), пазарната и счетоводната стойност на собствения капитал, активите, печалбата към цената на една акция и нейната пазарна стойност. Уравнението има вида:

$$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \beta_p + \gamma_2 \ln(ME)_{i,t-1} + \gamma_3 \ln(BE/ME)_{i,t-1} + \gamma_4 \ln(A/ME)_{i,t-1} + \gamma_5 \ln(A/BE)_{i,t-1} + \gamma_6 \ln(E+/P)_{i,t-1} + \gamma_7 \ln(P)_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (2.1)$$

където:

$R_{i,t}$ е допълнителната (свръх-) възвръщаемост на акция i в момента t ($i = 1 \dots 152$, и $t = 1 \dots 48$); β_p – последващата бета на портфейл p , приписана на отделната акция i , включена в портфейла p ; ME_{t-1} – размерът, респективно пазарната капитализация на акция i в момента $(t - 1)$; BE/ME_{t-1} – коефициентът счетоводна/пазарна стойност на собствения капитал, в момента $(t - 1)$; A/ME_{t-1} – коефициентът активи/пазарна стойност на собствения капитал, в момента $(t - 1)$; A/BE_{t-1} – коефициентът активи/счетоводна стойност на собствения капитал, в момента $(t - 1)$; E/P_{t-1} – коефициентът печалба/цена на една акция, в края на периода $(t - 1)$; и P_{t-1} – цената на акция i в момента $(t - 1)$.

Получените резултати от регресионния анализ са обобщени в таблица 2.1, която показва средните стойности на оценките на γ -коефициентите от месечните крос-регресии на възвръщаемостта, за периода 01/2000 – 12/2003 г. Анализът на данните в таблица 2.1 ни дава възможност да направим следния важен извод: Налице са важни фирмени характеристики, които могат да обяснят колебанията във възвръщаемостта на изследваните дружества, когато последните се групират в портфейли. Такива са променливите счетоводна/пазарна стойност на собствения капитал (BE/ME), активи/пазарна стойност (A/ME), и печалба/цена на една акция (E+/P). Останалите променливи, в това число и бета, имат маргинално значим ефект или такъв не се наблюдава⁵. Реакцията на възвръщаемостта на дружествата спрямо промени в тези фундаментални характеристики зависи от такива фактори като организация на производството на компанията-емитент, фирмена политика и стратегия, промени във фирменото ръководство, заплахата от превземане (*take-over*) и други. Заедно с това влияние върху възвръщаемостта на капиталовите активи оказват и редица други общоикономически и пазарни променливи, които определят поведението на капиталовия пазар като цяло. Изборът на такива променливи преподполага, че същите имат значимо влияние върху доходността на капиталовите активи и представляват заместители на важни систематични фактори.

Изборът на многофакторен регресионен модел се извършва в съответствие с ограниченията, посочени по-горе. Като независими променливи в модела следва да бъдат включени важни макроикономически и пазарни рискови фактори. Той представлява разширена версия на многофакторен модел за оценка на капиталови активи и се задава със следното регресионно уравнение:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 VWI_{M,t} + \beta_2 UNEMP_{t-1} + \beta_3 GDP_{t-1} + \beta_4 EI_{t-1} + \beta_5 UI_{t-1} + \beta_6 LI_{t-1} + \beta_7 BR_{t-1} + \beta_8 IBR_{t-1} + u_{i,t} \quad (2.2)$$

където:

$R_{i,t}$ е допълнителната (свръх-) възвръщаемост на акция i в края на периода t , ($i = 1 \dots 160$, и $t = 1 \dots 24$); $VWI_{M,t}$ – възвръщаемостта на пазарния индекс, заместител на

⁵ Включването на допълнителни променливи в модела като например съотношението нетна печалба/собствен капитал (NP/EC) вместо E(+)/P, не подобрява резултатите от анализа, тъй като оценъчният ефект на тази променлива е незначителен.

пазарния портфейл m в момента t ; $UNEMP_{t-1}$ – процентната промяна⁶ в нивото на безработица в момента $t - 1$; GDP_{t-1} – процентната промяна в стойността на brutния вътрешен продукт в момента $t - 1$; EI_{t-1} – процентната промяна в стойността на очакваната инфлация в момента $t - 1$; UI_{t-1} – процентната промяна в стойността на неочакваната инфлация в момента $t - 1$; LI_{t-1} – процентната промяна в равнището на трудовия доход на глава от населението в момента $t - 1$; BR_{t-1} – допълнителната възвръщаемост (спреда) на дългосрочни правителствени облигации над съкровищни бонове в момента $t - 1$; и IBR_{t-1} – процентната промяна в доходността (лихвата) по договорените между-банкови депозити за период от един ден, в момента $t - 1$.

Оценката на модела е извършена в два варианта: а) регресии с участието на фактора брутен вътрешен продукт (GDP), за периода януари 1998 – декември 2003 г., и б) регресии с участието на фактора индекс на промишленото производство (IP), за периода януари 2000 – декември 2003 г., като независими променливи в уравнение (2.2). За всеки един от тях оценката на пазарната възвръщаемост е представена чрез доходността на пазарно-претегления индекс (VWI) и официалния пазарен индекс (SOFIX). Точността на резултатите зависи от избора на подходящи независими променливи, които трябва да са значими макроикономически фактори. Два принципа са определящи при избора на такива фактори. Първо, необходимо е да се ограничи анализът до макроикономически фактори със значителна способност да обяснят колебанията във възвръщаемостта на акциите, включени в извадката. Второ, необходимо е да се изберат индикатори, за които се предполага, че са важни рискови фактори, т.е. фактори, които засягат в значителна степен всички инвеститори.

Тестовите на модела за оценка на капиталовите активи, търгувани на БФБ – София, спрямо отделните дружества, включени в извадката, показват, че получените резултати (оценките на рисковите премии) в по-голямата си част са статистически незначими и не могат да обяснят колебанията в доходността на изследваните дружества. Ето защо се използва т.нар. двуетапна регресионна процедура (виж Chen, Roll and Ross, 1986). При нея на първия етап 160-те акции в извадката се групират в 16 портфейла по размер (пазарна капитализация). След това, като се използват месечни данни за 2 години назад във времето (1998–1999 г.), се оценяват факторните бети на всеки от 16-те портфейла. Получените на първия етап оценки на факторните бети на 16-те портфейла се използват като независими променливи на втория етап от процедурата. В случая се оценяват регресии от типа 2.3 (на база 16 наблюдения, по едно за всеки портфейл) за всеки месец от периода на изследване (01/2000 – 12/2003 г.). Получените γ -коэффициенти от всяка регресия представляват оценки на рисковите премии за отделните фактори.

$$R_{p,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \beta_{VWI} + \gamma_2 \beta_{UNEMP} + \gamma_3 \beta_{GDP} + \gamma_4 \beta_{EI} + \gamma_5 \beta_{UI} + \gamma_6 \beta_{LI} + \gamma_7 \beta_{BR} + \gamma_8 \beta_{IBR} + u_{p,t} \quad (2.3)$$

където:

β_{VWI} , β_{UNEMP} , β_{GDP} са оценките на факторните бети, получени на първия етап от регресионната процедура.

⁶ Процентната промяна на независимите променливи (макроикономическите фактори) е изчислена на база месечни данни за стойностите на тези фактори, с изключение на БВП, за който официалната статистическа информация е на тримесечна основа.

Таблицы 2.2 и 2.3 резюмират получените средни стойности на оценките на коефициентите от крос-регресиите с използването на пет независими променливи. И тук тестовете са направени в два варианта: а) с участието на променливата BR, и б) с участието на променливата LI, като всеки един от тях използва за заместител на пазарния портфейл индексите VWI и SOFIX. Тестовете с едновременното участие на променливите LI (вместо променливата EI) и BR показват най-висока обяснителна способност в сравнение с останалите варианти на модела. Като цяло резултатите от многофакторния регресионен анализ показват, че важни макроикономически индикатори като пазарна възвръщаемост, брутен вътрешен продукт и отчасти равнище на трудовия доход (респективно, неочаквана инфлация) са “оценени” от пазара и могат да обяснят колебанията във възвръщаемостта на изследваните дружества, докато макрофактори като равнище на безработицата, очаквана инфлация, междубанкови лихвени проценти и допълнителна възвръщаемост на дългосрочните правителствени книжа имат незначителен ефект върху възвръщаемостта на капиталовия пазар у нас. Променливите, за които установихме, че имат значима роля в оценката на фондовия пазар могат да бъдат считани за заместители на определени общи за икономиката характеристики или рискове, които останалите фактори не успяват да обхванат. Получените резултати показват, че дружествата, търгувани на БФБ – София, не реагират на значими промени (събития) в националната икономика, а ако има такава реакция, тя трудно може да бъде оценена, поради ограничения срок на наблюдение. Практическата полезност на получените резултати се състои в това, че значими колебания във възвръщаемостта на капиталовите активи следва да се свързват със значими промени в основните характеристики на капиталовия пазар и икономиката като цяло.

2. Състояние и поведение на публичните акционерни дружества, търгувани на БФБ-София

Анализът на капиталовия пазар у нас показва, че развитието на борсовата търговия е съпътствано от редица негативни явления (аномалии), свързани с поведението на публичните акционерни дружества, листвани на този пазар. Често пъти това поведение противоречи на добрите принципи на корпоративното управление и е продиктувано от интереси, различни от тези на миноритарните акционери. Оценката на ефективността на публичните акционерни дружества от гледна точка на финансовото им състояние, структурата на собственост и формите на корпоративно управление и контрол в изследваните публични дружества би могло да даде ясен отговор на въпроса кои са реалните процеси и явления, обуславящи поведението на тези дружества.

1. Финансови резултати

Оценката на финансовото състояние на изследваните компании е извършена на база 19 показателя за финансов анализ, в това число коефициентите за обръщаемост на активите, ликвидност, рентабилност, задлъжнялост (кредитоспособност), ефективност и финансова автономност, както и тези за акциите и акционерния капитал. За целта се използват данни от финансово-счетоводните отчети (баланс, отчет за приходите и разходите, и отчет за паричния поток) на 64 акционерни дружества. Пълният период на изследване включва шест години (1998–2003 г.). Получените резултати от финансовия анализ на публичните акционерни дружества са обобщени в таблица 2.4, която показва усреднените стойности на финансовите коефициенти, по групи и години. В резултат на анализа могат да бъдат очертани следните основни тенденции

във финансовото състояние на компаниите, включени в извадката, за изследвания период. В първите години след качването на компаниите на фондовата борса е налице тенденция към стабилизиране на финансовото състояние на приватизираните дружества. Едно логично обяснение на този факт е наличието на стратегически инвеститор в тези дружества (най-често това е мажоритарният собственик), който се стреми да направи компанията печеливша. Борсата е мястото, където компанията може да бъде истински оценена и да набере необходимия ѝ финансов ресурс. За съжаление обаче след 2000 г. се забелязва трайна тенденция към влошаване на повечето показатели за финансов анализ, което говори за негативни процеси в мениджмънта на публичните компании. Причините за това са основно стремежът на собствениците и мениджърите да поддържат ниска пазарна капитализация на дружествата и по този начин по-лесно да концентрират собствеността в мажоритарния акционер и отчасти, нежеланието им да поемат висока данъчна тежест (респ. укриване на доходи). Тази тенденция за запазва до средата на 2002 г. През 2003 г. част от негативните тенденции са преодолени, главно по отношение на коефициентите за рентабилност на собствения капитал и на пасивите, обръщаемост на КМА, ефективност на разходите и финансов резултат на една акция. При останалите показатели (рентабилност на приходите от дейността, финансова автономност и финансова стабилност) тенденцията от предишните години се запазва.

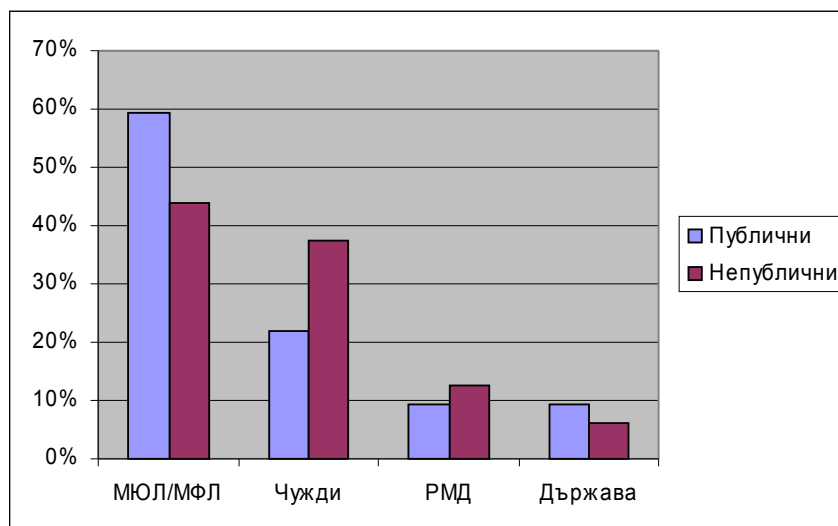
Наблюдава се още една интересна тенденция – компании, чиито акции са делиствани (свалени) от фондовата борса, показват по-добри финансови резултати в сравнение с останалите дружества от извадката. Типичен пример за това е дружеството “Солвей-Соди” АД, което след 1999 г. има значително по-високи финансови показатели от средните за отрасъла (с изключение на тези за задлъжнялост) и бележи тенденция към подобряване на финансовото си състояние. Това се дължи не само на добрия мениджмънт, упражняван от чуждестранния собственик, но отчасти и на факта, че в края на 2001 г. дружеството слиза от борсата. Причина за подобно поведение би могла да бъде ниската степен на развитие на БФБ – София и оттам, невъзможността на компанията да си осигури достатъчен финансов ресурс, необходим за реализиране на нейната инвестиционна програма, именно чрез борсата. Това води до нежелание в собствениците на големи компании да листват своите акции на фондовата борса у нас или да търгуват активно с тях.

2. Структура на собственост

На този етап от анализа изследваните публични акционерни дружества се оценяват и сравняват от гледна точка на структурата на собственост. Както вече споменахме една отличителна черта на структурата на собственост у нас е високата степен на концентрация. Анализът на собствеността е важен от гледна точка на формата (модела) на акционерно участие в капитала на дружеството, типа и структурата на управление, както и механизмите на корпоративен контрол в изследваните компании. За целта дружествата, включени в сравнителната извадка (публични спрямо непублични компании), се анализират от гледна точка на моделите (формите) на акционерно участие, структурата на управление и състава на борда на директорите. Резултатите показват, че в 84% от публичните и 94% от непубличните компании е налице стратегически инвеститор, притежаващ повече от 50% + 1 от акционерния капитал. В 63% от всички публични дружества този инвеститор държи повече от 2/3 от акциите, т.е. мажоритарния пакет, което му гарантира пълен контрол над управлението. За случая на непубличните дружества този процент е още по-висок – 78%. В 16% от случаите на публични компании, включени в извадката, и

респективно в 6% от случаите на непублични компании, основният акционер притежава пакет от акции между 10% и 50%, което не му осигурява ефективен контрол над компанията. И едва в 3% от всички компании, най-големият инвеститор не е в състояние да влияе върху мениджмънта, тъй като държи по-малко от 1/3 от акциите на дружеството.

Изводът, който се налага е, че в изследваните компании трансформацията на собственост като резултат от приватизацията води до възникването на четири основни модела (форми) на акционерно участие в собствеността (капитала) на дружеството, показани на фигура 2.1.



Фигура 2.1 Модели на корпоративна собственост в изследваните дружества

Друга важна особеност е структурата на управление. Анализът на изследваните дружества показва, че в 59% от случаите публичните компании имат едностепенна структура на управление, докато в останалите 41% от случаите се наблюдава двустепенна система на управление. Разпределението на тези проценти за непубличните дружества е почти същото – съответно 66% и 34%. Като цяло, структурата на управление съответства на структурата на собственост. Тъй като обаче държавата все още притежава остатъчни дялове в част от приватизираните компании, нейните интереси са добре представени (и защитени) в тези бордове. Очакванията са, че преструктурирането на собствеността и нейната концентрация ще завърши през следващите няколко години и държавата ще се изтегли напълно от своята роля на собственик. Друг важен проблем на корпоративното управление и контрол, особено за икономиките в преход, е този за състава на управляващите бордове и тяхната роля за преструктуриране и развитие на компанията. Анализът на структурата на бордовете в изследваните дружества показва, че в управлението на почти всички компании (81% от публичните и 63% от непубличните) има представители на български юридически лица, включително и на бившите приватизационни фондове, сега холдинги. Втората най-голяма група членове на бордовете на директорите са представителите на чуждестранни юридически (или физически) лица в управлението на изследваните компании (50% при публичните и 41% при непубличните). Все още активно присъствие в управляващите бордове има и бившият собственик (държавата) – съответно в 41% и 22% от всички случаи. Тази категория е представена също в 25% от

публичните и 6% от непубличните компании, в които е налице чуждестранен инвеститор. От една страна, този факт е показателен за усилията на държавата да запази своето влияние в приватизираните предприятия, а от друга страна – това предполага, че в значителен брой компании зависимостта от правителствените структури все още не е преодоляна. В най-лошия случай това може да бъде индикация за някакви форми на корупция.

3. Форми на корпоративно управление и контрол

От особен интерес за изследването е да установим също дали посочените структури на собственост позволяват или блокират съществуването на специфични форми на корпоративно управление и контрол. Понятията корпоративно управление и контрол (*corporate governance and control*) нямат еднозначно тълкуване в икономическата литература⁷. Според Скот (Scott, 1986) в общия случай могат да бъдат разграничени следните основни форми на корпоративно управление и контрол: изключителен (пълен) мажоритарен, непълнен (разпределен) мажоритарен, изключителен (пълен) миноритарен, непълнен (разпределен) миноритарен, ограничен миноритарен и съвкупност от интереси. Основното различие между тези форми на корпоративно управление е размерът на контролния пакет от акции, притежаван от основния акционер или група от акционери. Анализът на структурата на собственост на включените в извадката дружества показва, че една голяма част от посочените по-горе форми (механизми) на корпоративно управление и контрол са добре представени и в България. Ако въведем изискването основният акционер да притежава повече от 2/3 от акциите на компанията, то формата на изключителен (пълен) мажоритарен контрол се наблюдава в 63% от публичните и 78% от непубличните дружества. От своя страна формата на непълнен (разпределен) мажоритарен контрол, където основният инвеститор притежава 50% + 1 от акционерния капитал се наблюдава съответно в 22% и 16% от всички изследвани дружества (публични и непублични). Налице са и редица случаи на разпръсната собственост, където се наблюдава предимно изключителен (пълен) миноритарен контрол (респективно в 16% и 6% от всички публични и непублични компании). Към тази форма на собственост можем да отнесем и ограничения (непълнен) миноритарен контрол, тъй като в извадката не се наблюдават компании, с дял на основния акционер под 10%. Прави впечатление отсъствието на формата на контрол, наречена “съвкупност от интереси”, в изследваните компании.

Сравнителният анализ на съществуващите форми на собственост и механизми на корпоративно управление и контрол в изследваните дружества, позволява да бъдат очертани следните основни проблеми на корпоративното управление у нас:

1. Проблеми, свързани със защитата на правата на миноритарните собственици.
2. Проблеми, свързани със структурата и поведението на управляващите бордове.
3. Проблеми, свързани със степента на (не)ефективност на капиталовия пазар.
4. Проблеми, свързани с прозрачността и разкриването на информация.

Анализът на посочените проблеми показва, че голяма част от публичните компании използват борсата единствено за да концентрират собствеността (респективно контрола над компанията) изцяло в ръцете на мажоритарния собственик. Това, заедно с недостатъчната степен на защита на интересите на дребните акционери, прави невъзможно прилагането на добрите практики на корпоративното управление и

⁷ Съществуват терминологични спорове за това, кой превод на термина “corporate governance” е по-точен – управление или контрол. Авторът смята, че трябва да се прави разлика между понятията корпоративно управление и корпоративен контрол. Виж определението дадено в “Принципи на корпоративния контрол на Организацията за икономическо развитие и сътрудничество (ОИРС)”.

контрол у нас. Очакванията са, че с тяхното постепенно въвеждане ще се повиши степента на ефективност при управлението на публичните дружества и ще се създаде необходимата корпоративна култура в мениджърите и собствениците. Препоръките на автора в тази насока са свързани с въвеждането на подходящи промени в законодателната и институционалната рамка, а така също и с продължаване на усилията за по-нататъшно повишаване на ефективността на капиталовите пазари на икономиките в преход при влизането им в Европейския съюз.

4. Заключение

С напредването на преговорния процес за присъединяване към Европейския съюз (ЕС) ролята и значимостта на капиталовите пазари на икономиките в преход ще нараства, а заедно с това ще възникват нови отговорности и предизвикателства. По отношение на българския фондов пазар това означава както пълно хармонизиране на нормативната и регулаторна рамка с тази на Европейския съюз и IOSCO стандартите, така и осигуряването на условия за ефективно приложение на законодателните инициативи в тази област. Анализът на процесите на фондовите пазари показва, че по отношение на БФБ-София са възможни два алтернативни пътя – единият от тях е присъединяване на борсата ни към някоя от големите европейски борси и превръщането ѝ в неин филиал, а другият е интегриране в регионален аспект с останалите борси от Балканския полуостров и създаването на общ пазар. Кой от двата пътя ще избере България, ще зависи от новите реалности в страната след приемането ни в Европейския съюз и политическата воля на управляващите.

Литература:

1. Матеев, М. (2004), Многофакторен модел за оценка на капиталови пазари в условията на преход (на примера на Българска Фондова Борса – София), Докторска дисертация, УНСС, София
2. “В търсене на механизми за по-добър корпоративен контрол” (2002), Сборник текстове, под редакцията на Чипев, Пл., Център за изследване на демокрацията и Коалиция 2000, София.
3. Годишен доклад на ЕБВР за 2003, Transition report 2003, EBRD.
4. Barsa, F. and Betch, M. (2001), “The control of corporate Europe”, Oxford: Oxford University Press.
5. Berglöf, E. and Pajuste, A. (2003), Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Central and Eastern Europe, Working paper, Stockholm School of Economics.
6. Chen, N. F., Roll, R. and Ross, S. (1986), Economic forces and the stock market, *Journal of Business*, 59, 383-403.
7. Claessens, S., Djankov, S. and Klingebiel, D. (2000), Stock markets in transition economies, The World Bank, Financial Sector Discussion Paper N5, September.
8. Coffee, J. C., Jr. (1999), Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure, Columbia Law School, Working Paper N158.
9. La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Schleifer, A. and Vishny, R., LLSV (2002), Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
10. Pajuste, A., Kepitis, G., and Hogfeldt, P. (2000), Risk factors and predictability of stock returns in Central and Eastern Europe, Site Working Paper No.155, Stockholm School of Economics.
11. Scott, J. (1986), “Capitalist property and financial power”, London, Wheatsheat Books, 1986.

**Таблица 1.1 Брой регистрирани емисии на пазара на акции за периода 1994 – 2003 г.
(към края на годината)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
България	-	-	-	-	998	861	524	402	356	338	332
Румъния	0	9	17	76	126	127	114	65	65	62	60
Чехия	1 028	1 716	1 670	320	304	195	151	102	79	65	55
Унгария	40	42	45	49	55	66	60	56	49	53	48
Полша	44	65	83	143	198	221	225	230	216	203	216
Словакия	523	850	970	918	833	830	866	888	510	452	389
Словения	19	26	52	85	92	134	154	156	139	134	140
Естония	-	-	19	31	25	23	20	17	14	14	-
Латвия	-	17	34	50	68	67	63	63	62	56	-
Литва	-	304	410	558	60	52	53	45	45	30	-

Източник: Интернет страниците на националните фондови борси, собствени изчисления.

Таблица 1.2 Пазарна капитализация на фондовите борси към края на годината, за периода 1994 – 2004 г., в млн. USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2 002	2 003	2004
България	-	-	-	-	992.0	706.0	617.0	496.8	722.5	1 762.1	2 808.9
Румъния	0.0	100.4	60.8	632.4	357.1	316.8	416.0	1 228.5	2 717.5	3 710.2	11 937.6
Чехия	12 588.8	17 992.4	19 729.3	14 311.1	13 940.8	13 331.4	11 712.7	9 383.9	15 860.1	25 122.1	43 670.5
Унгария	1 639.7	2 350.2	5 582.9	15 028.8	14 021.5	16 414.3	11 920.0	10 210.0	13 089.0	16 689.0	28 597.8
Полша	3 057.1	4 564.1	8 413.4	12 134.8	20 461.1	29 576.8	31 428.6	26 155.0	28 849.2	37 020.3	70 530.9
Словакия	-	5 200.3	5 101.4	5 302.7	4 090.4	3 509.2	3 252.3	3 490.6	2 648.6	-	-
Словения	215.9	296.7	890.8	1 875.5	2 984.9	2 854.0	3 099.6	3 461.3	5 577.9	7 134.1	9 676.8
Естония	-	-	-	-	519.4	1 789.3	1 812.8	1 482.6	2 061.7	-	-
Латвия	-	9.8	152.6	337.5	385.0	390.9	563.3	697.0	710.9	-	-
Литва	-	157.5	900.9	2 172.8	1 074.1	1 138.4	1 587.6	1 196.4	1 447.2	-	-
Гърция	12 819.3	16 526.9	23 558.1	33 783.7	80 125.8	196 846.9	107 502.5	83 481.3	66 040.0	106 643.7	125 241.6
Германия	499 278.4	577 364.8	664 913.2	825 232.7	1 086 748.5	1 432 167.0	1 270 243.2	1 071 748.7	686 013.5	1 079 026.2	1 194 516.8
Англия	1 145 290.4	1 346 640.7	1 642 582.4	1 996 225.1	2 372 738.1	2 855 351.2	2 612 230.2	2 164 716.2	1 800 658.0	2 425 822.0	2 815 928.0
Euronext	-	-	-	-	-	-	2 271 727.5	1 889 455.1	1 538 654.2	2 076 410.2	2 441 261.4
Nasdaq	793 668.7	1 159 939.8	1 511 824.4	1 726 390.4	2 243 734.0	5 204 620.4	3 597 085.9	2 739 674.7	1 994 494.0	2 844 192.6	3 532 912.0
NYSE	4 147 936.7	5 654 815.4	6 841 987.6	8 879 630.6	10 277 899.8	11 437 597.3	11 534 612.9	11 026 586.5	9 015 270.5	11 328 953.1	12 707 578.3
Япония	3 592 193.9	3 545 306.5	3 011 161.4	2 160 584.8	2 439 548.8	4 463 297.8	3 157 221.8	2 264 527.9	2 069 299.1	2 953 098.3	3 557 674.4

Източник: Интернет страниците на националните фондови борси, собствени изчисления.

**Таблица 1.3 Пазарна капитализация като процент от БВП за периода 1995 – 2004 г.,
в края на годината**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
България	-	-	-	7.79	5.45	4.90	3.74	4.25	7.94	11.67
Румъния	0.28	17.00	6.06	2.74	3.69	3.18	5.79	6.12	-	-
Чехия	17.65	24.68	24.17	21.16	23.57	22.17	16.20	22.79	-	-
Унгария	5.99	12.86	36.64	29.90	36.05	28.25	19.38	19.47	-	-
Полша	3.59	5.83	8.42	12.85	19.27	19.92	14.71	15.37	-	-
Словакия	30.60	32.00	28.10	21.20	18.50	17.50	16.90	9.60	9.20	10.8
Словения	1.66	4.72	8.93	12.51	14.35	17.11	18.11	26.43	-	-
Естония	-	16.68	24.64	9.40	34.50	33.19	26.62	32.15	-	-
Латвия	0.22	2.94	5.98	11.30	13.21	8.25	9.10	8.46	-	-
Литва	6.31	15.88	22.67	27.53	29.79	27.04	21.90	10.49	-	-

Източник: Интернет страниците на националните фондови борси; собствени изчисления.

Таблица 1.4 Оборот на фондовата борса (на пазара на акции), за периода 1994 – 2004 г., в млн. USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
България	-	-	-	-	146.1	72.0	58.0	70.4	163.5	415.6	418.6
Румъния	0.0	1.0	5.3	263.6	213.6	89.5	86.9	132.0	213.7	302.2	748.2
Чехия	1 475.3	4 753.5	9 188.8	7 897.1	5 385.7	4 705.3	6 971.1	3 393.5	6 036.9	9 187.4	18 744.3
Унгария	265.0	348.5	1 606.3	7 684.7	16 104.2	14 848.0	12 248.0	4 834.0	5 894.0	8 595.0	13 470.3
Полша	5 206.7	2 760.7	5 543.8	7 952.9	8 913.4	11 139.4	19 305.4	9 876.0	7 811.2	9 695.7	16 801.4
Словакия		831.3	2 701.7	2 409.2	1 053.0	485.9	536.2	943.4	788.4	657.7	750.6
Словения	416.6	348.1	494.1	543.5	851.5	1 203.1	924.5	1 197.1	1 526.5	1 015.4	1 482.9
Естония	-	-	-	-	692.2	280.4	332.1	258.3	230.6	-	-
Латвия	-	0.0	11.8	83.1	88.8	43.0	272.7	164.1	188.5	-	-
Литва	-	37.1	47.2	239.7	222.8	308.9	20.2	210.0	196.0	-	-
Гърция	5 186.8	6 076.9	8 234.4	21 136.6	50 019.5	189 280.0	94 162.7	37 811.6	23 461.5	40 087.0	44 759.8
Германия	592 103.9	593 936.2	811 626.0	1 067 688.3	1 491 795.7	1 551 467.4	2 119 784.7	1 423 370.8	1 212 301.6	1 304 987.3	1 541 896.5
Англия	1 029 278.3	1 153 221.3	1 413 236.3	1 989 489.3	2 887 989.7	3 399 381.1	4 558 662.9	4 520 183.2	4 001 339.9	3 624 009.4	5 176 170.4
Euronext	-	-	-	-	-	-	-	2 092 540.4	1 988 358.6	1 905 398.4	2 475 329.7
Nasdaq	1 449 300.6	2 398 213.0	3 301 776.1	4 481 682.1	5 518 946.3	10 467 369.3	19 798 799.3	10 934 572.5	7 254 594.3	7 068 213.2	8 767 121.3
NYSE	2 454 241.6	3 082 916.1	4 063 654.6	5 777 601.5	7 317 948.5	8 945 205.2	11 060 046.0	10 489 030.6	10 311 155.7	9 692 341.2	11 618 150.6
Япония	859 896.4	884 000.4	938 822.1	896 054.9	750 825.2	1 675 640.6	2 315 501.8	1 659 908.7	1 564 243.9	2 130 710.5	3 220 030.2

Източник: Интернет страниците на националните фондови борси, собствени изчисления.

**Таблица 1.5 Оборот на фондовата борса като процент от пазарната капитализация, за периода 1994 – 2004 г.,
към края на годината**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
България	-	-	-	-	14.7	10.2	9.4	14.2	22.6	23.6	25.6
Румъния	-	1.0	8.7	41.7	59.8	28.3	20.9	10.7	7.9	8.1	6.3
Чехия	11.7	26.4	46.6	55.2	38.6	35.3	59.5	36.2	38.1	36.6	42.9
Унгария	16.2	14.8	28.8	51.1	114.9	90.5	102.8	47.3	45.0	51.5	47.1
Полша	170.3	60.5	65.9	65.5	43.6	37.7	61.4	37.8	27.1	26.2	23.8
Словакия	-	16.1	51.1	44.7	24.7	13.6	16.5	27.3	33.3	-	-
Словения	193.0	117.3	55.5	29.0	28.5	42.2	29.8	34.6	27.4	14.2	15.3
Естония	-	-	-	-	133.3	15.7	18.3	17.4	11.2	-	-
Латвия	-	0.2	7.7	24.6	23.1	11.0	48.4	23.5	26.5	-	-
Литва	-	23.6	5.2	11.0	20.7	27.1	1.3	17.6	13.5	-	-
Гърция	40.5	36.8	35.0	62.6	62.4	96.2	87.6	45.3	35.5	37.6	35.7
Германия	118.6	102.9	122.1	129.4	137.3	108.3	166.9	132.8	176.7	120.9	129.1
Англия	89.9	85.6	86.0	99.7	121.7	119.1	174.5	208.8	222.2	149.4	183.8
Euronext	-	-	-	-	-	-	-	110.7	129.2	91.8	101.4
Nasdaq	182.6	206.8	218.4	259.6	246.0	201.1	550.4	399.1	363.7	248.5	248.2
NYSE	59.2	54.5	59.4	65.1	71.2	78.2	95.9	95.1	114.4	85.6	91.4
Япония	23.9	24.9	31.2	41.5	30.8	37.5	73.3	73.3	75.6	72.2	90.5

Източник: интернет страниците на националните фондови борси; собствени изчисления

Таблица 1.6 Брой на гласовете, държани от основния, втория и третия по големина собственик, в проценти

	Година	Брой на гласовете, държани от основния собственик		Брой на гласовете, държани от втория по големина собственик		Брой на гласовете, държани от третия по големина собственик	
		Средна стойност	Медиана	Средна стойност	Медиана	Средна стойност	Медиана
България	2001	59.5	58.1	12.7	10.1	5.5	0.0
Румъния	2001	53.4	53.0	16.5	16.0	9.2	8.0
Чехия	2001	61.1	52.6	26.1	25.3	13.8	13.8
Унгария	2001	46.2	43.7	20.2	19.5	10.4	10.3
Полша	2001	44.6	39.5	15.6	10.4	9.5	5.0
Словакия	2001	51.6	45.9	n/a	n/a	n/a	n/a
Словения	2001	27.4	22.3	13.4	12.1	9.2	9.5
Естония	2001	56.2	54.4	9.3	6.7	4.2	0.0
Латвия	2001	57.9	55.0	11.1	7.9	3.3	0.0
Литва	2001	54.2	49.9	10.4	9.9	5.4	6.0
Средна стойност		51.2	47.4	15.0	13.1	7.8	5.8

Източници: Berglöf and Pajuste, 2003; собствени изчисления.

Таблица 1.7 Сравнение на възвръщаемостта на борсовите индекси (на база USD) на страните в преход с останалите пазари, в проценти

	Средна месечна възвръщаемост на местната валута*	Средна месечна възвръщаемост (на база местна валута)	Средна месечна възвръщаемост на индекса (на база USD)	Стандартно отклонение на възвръщаемостта (на база USD)	Медиана на възвръщаемостта (на база USD)
България	0.15	1.70	1.92	13.05	1.72
Румъния	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Чехия	0.004	0.53	0.70	8.70	1.45
Унгария	n/a	1.35	2.24	7.14	3.90
Полша	-0.38	0.80	0.62	9.80	1.65
Словакия	-0.07	0.21	0.20	6.94	0.69
Словения	-0.39	1.63	1.33	6.93	0.53
Естония	n/a	2.99	n/a	n/a	n/a
Латвия	n/a	0.83	n/a	n/a	n/a
Литва	n/a	3.32	n/a	n/a	n/a
Гърция	-0.16	1.60	1.51	10.77	0.34
Русия	n/a	3.65	n/a	n/a	n/a
MSCI Free	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Средна стойност		1.73	1.05	9.36	1.14
NYSE	n/a	n/a	0.64	4.61	0.83
Nasdaq	n/a	n/a	0.99	9.62	1.35
Япония	0.03	-0.28	-0.11	6.45	-0.56
Великобритания	0.05	0.21	0.27	4.53	0.23
Германия	-0.05	0.59	0.57	7.91	0.58
Средна стойност		0.17	0.47	6.28	0.49

Забележка: Възвръщаемостта на националните борсови индекси е представена чрез: PX50 (Чехия), TALSE (Естония), BUX (Унгария), RICI (Латвия), LITIN-G (Литва), WIG (Полша), SOFIX (България), VAB (Румъния), SAX (Словакия), SBI20 (Словения), ASE Composite (Гърция), MISEX (Русия), MSCI Emerging Free (индекс на нововъзникващи пазари), NYSE и Nasdaq (Америка), TOPIX (Япония), FTSE 100 (Великобритания) и DAX (Германия).

* Знакът минус пред стойностите за възвръщаемостта на националните валути означава обезценка.

Таблица 1.8 Корелация между месечните възвръщаемости на националните индекси (на база USD) на различните страни, включени в изследването, за периода 1997–2003 г.

	ASE_CPI	BUX	DAX_PRICE	FTSE_100	NASDAQ	NYSE	PX_50	SAX	SBI	SOFIX	TOPIX	WIG
ASE_CPI Index	1											
BUX	0.12055	1										
DAX_PRICE	0.47898	0.33755	1									
FTSE_100	0.44593	0.36813	0.81169	1								
NASDAQ	0.30715	0.16896	0.66607	0.59787	1							
NYSE	0.38553	0.27602	0.73813	0.81097	0.66511	1						
PX_50	0.33005	0.23758	0.31523	0.24118	0.32269	0.27169	1					
SAX	-0.00708	0.10874	-0.04643	-0.00552	-0.00263	-0.02550	0.12777	1				
SBI	0.34484	0.22232	0.13691	0.14928	0.10022	0.12436	0.26402	0.20256	1			
SOFIX	0.16330	0.09207	0.21139	0.19195	0.21882	0.11585	0.20217	0.16755	0.21224	1		
TOPIX	0.14822	0.15040	0.31360	0.45363	0.47327	0.41072	0.10649	-0.10280	-0.08830	0.11532	1	
WIG	0.37838	0.28531	0.50843	0.43846	0.53246	0.47876	0.61226	0.10674	0.22834	0.16987	0.25582	1

Таблица 2.1 Усреднени коефициенти от месечните крос-регресии на допълнителната възвръщаемост спрямо променливите бета, размер, счетоводна/пазарна стойност, активи/пазарна стойност, активи/счетоводна стойност, печалба преди данъци/собствен капитал и цена на една акция, за периода януари 2000 – декември 2003 г.

β	$\ln(ME)$	$\ln(BE/ME)$	$\ln(A/ME)$	$\ln(A/BE)$	$\ln(E+/P)$	$\ln(E/P)$ Dummy	$\ln(P)$
0.9514 (0.8891)							
	0.0321 (0.1446)						
1.4394 (1.4969)	-0.1305 (-0.5585)						
		0.2289					
		1.0422					
1.8559 (1.6622)*		0.3897 (1.7648)*					
			0.1410 (0.5400)	-0.4817 (-1.0160)			
1.8686 (1.6919)*			0.3113 (1.1931)	-0.5339 (-1.1058)			
	0.3215 (1.2711)		0.5009 (1.6904)*	-0.6806 (-1.3883)			
					0.3254 (1.9264)*	-1.2718 (-2.1137)*	
0.6835 (0.6246)					0.3268 (1.8960)*	-1.3037 (-2.1480)*	
	0.0366 (0.1579)				0.3098 (1.7240)*	-1.1831 (-1.9225)*	
							0.0053 (0.0189)
1.0240 (0.9925)							-0.0881 (-0.3089)

* Статистически значими при нива от 10%

Таблица 2.2 Усреднени коефициенти от регресиите на втория етап от процедурата, за периода януари 2000 – декември 2003 г. (в проценти)

ПАНЕЛ А. Коефициенти и пазарно-претеглен индекс VWI						
	Constant	VWI	UNEMP	GDP	EI	BR
коефициенти	0.7419	-2.1334	-0.2108	2.6702	0.1744	0.6501
<i>t</i> -статистика	(0.7710)	(-1.7323)	(-0.2865)	(1.5403)	(0.1956)	(0.7314)
ПАНЕЛ Б. Коефициенти и официален пазарен индекс SOFIX						
	Constant	SOFIX	UNEMP	GDP	EI	BR
коефициенти	0.2384	0.5342	-0.2119	3.0174	0.2892	0.6898
<i>t</i> -статистика	(0.2438)	(0.2948)	(-0.2939)	(1.7358)	(0.3311)	(0.8182)
ПАНЕЛ В. Коефициенти и пазарно-претеглен индекс VWI						
	Constant	VWI	UNEMP	GDP	EI	LI
коефициенти	1.0338	-2.8682	0.4479	1.2215	-0.0293	2.6066
<i>t</i> -статистика	(1.1250)	(-2.1951)	(0.6687)	(0.7284)	(-0.0337)	(1.4540)
ПАНЕЛ Г. Коефициенти и официален пазарен индекс SOFIX						
	Constant	SOFIX	UNEMP	GDP	EI	LI
коефициенти	0.0452	0.6711	0.1482	2.4567	0.0293	2.3732
<i>t</i> -статистика	(0.0499)	(0.3421)	(0.2306)	(1.5586)	(0.0352)	(1.2925)

Таблица 2.3 Усреднени коефициенти от регресиите на втория етап от процедурата, за периода януари 2000 – декември 2003 г. (в проценти)

ПАНЕЛ А. Коефициенти и пазарно-претеглен индекс VWI						
	Constant	VWI	UNEMP	GDP	LI	BR
коефициенти	1.8152	-3.1534	0.0790	1.8299	3.9995	1.2874
<i>t</i> -статистика	(1.8836)	(-2.2816)	(0.1078)	(1.0258)	(1.8776)	(1.4870)
ПАНЕЛ Б. Коефициенти и официален пазарен индекс SOFIX						
	Constant	SOFIX	UNEMP	GDP	LI	BR
коефициенти	0.5735	0.0295	-0.1798	2.7097	3.4256	0.7636
<i>t</i> -статистика	(0.5807)	(0.0159)	(-0.2372)	(1.4947)	(1.5200)	(0.8809)
ПАНЕЛ В. Коефициенти и пазарно-претеглен индекс VWI						
	Constant	VWI	UNEMP	EI	UI	BR
коефициенти	0.6747	0.5559	-0.1522	-0.5214	-2.6742	1.2352
<i>t</i> -статистика	(0.7130)	(0.2135)	(-0.0778)	(-0.5714)	(-1.1102)	(0.7126)
ПАНЕЛ Г. Коефициенти и официален пазарен индекс SOFIX						
	Constant	SOFIX	UNEMP	EI	UI	BR
коефициенти	1.1010	-0.1611	0.5239	0.1926	4.4050	2.8528
<i>t</i> -статистика	(1.1778)	(-0.0754)	(0.2696)	(0.2056)	(1.7914)	(1.5791)

Таблица 2.4 Обобщени резултати от анализа на финансовото състояние на публичните дружества,
по години и показатели

Усреднени коефициенти	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Рентабилност						
Рент. на приходите от дейността	0.06	0.05	0.03	0.001	-0.009	-0.101
Рент. на собствения капитал	0.09	-0.60	0.04	-0.001	-0.011	0.057
Рент. на пасивите	0.07	0.05	0.05	0.000	-0.004	0.056
Ликвидност						
К-т на обща ликвидност	3.34	5.84	4.81	4.89	2.97	2.55
К-т на бърза ликвидност	1.59	2.99	2.76	2.72	1.41	1.49
К-т на абсолютна ликвидност	0.38	0.91	0.60	0.58	0.15	0.24
Автономност						
К-т на финансова автономност	0.69	0.70	0.66	0.60	0.62	0.62
К-т на задлъжнялост	1.81	3.61	1.40	1.52	1.65	1.51
Обръщаемост на КМА						
Времетраене на 1 оборот в дни	86.30	95.41	89.33	103.16	82.22	73.07
Брой обороти годишно	7.37	7.47	6.87	7.51	9.10	10.58
Обръщаемост на вземания в дни	58.40	78.17	95.10	107.88	78.45	89.90
Ефективност						
Ефективност на разходите	1.13	1.11	1.09	1.04	1.00	1.10
Ефективност на приходите	0.90	0.92	0.93	0.98	0.98	1.02
Финансова стабилност						
Собствен оборотен капитал	-4 630 271	-5 679 522	-3 684 433	-4 661 500	-9 054 422	-10 367 044
Дългосрочен оборотен капитал	1 450 325	-946 389	1 953 411	3 305 267	-206 733	-891 178
Текущ оборотен капитал	19 372 989	21 375 933	25 683 244	24 314 189	18 796 544	18 409 456
Задлъжнялост						
К-т на дълга към активите	0.31	0.30	0.34	0.40	0.36	0.34
К-т на дълга към собствения к-л	0.91	2.58	0.41	0.51	0.67	0.54
Акции и акционерен капитал						
Финансов резултат на една акция	3.81	2.27	2.59	0.37	-0.78	2.91

