

ИНСТИТУЦИОНАЛНО ВЛИЯНИЕ ВЪРХУ ЛИКВИДНОСТТА НА БЪЛГАРСКИЯ ФОНДОВ ПАЗАР

Докт. Красимира Найденова

Въведение

Ликвидността на фондовия пазар е резултатен показател на множество фактори, които в широк аспект влияят на сигурността на инвеститорите. Сигурността, от своя страна, е многопластова категория и включва защитата на правата на собственост, предвидимостта и привлекателността на инвестиционната, монетарната и фискалната среда, стабилността на макроикономическите индикатори. Тези условия се осигуряват от институционалната национална макрограма, а нивото им е резултат от постигнатата ефективност¹ на работата ѝ. Специфичен аспект на инвестиционната несигурност е защитата на правата на собственост. Тя се постига чрез правораздаването и надзорните институции, от една страна, и при по-широко тълкуване – и от пазарната инфраструктура. Извън строгата юридическа терминология, значението на правата на собственост, що се отнася до инвестиционното поведение на субектите, се проявява в осигурената им от институциите защита от експроприация поради опортюнистично поведение или неблагоприятен избор. Институциите осигуряват защитата на акционерите чрез съдържанието на правните норми, регулациите на надзорните институции и правилата на пазарната инфраструктура (номинална защита) и чрез степента, до която се прилагат правилата за всички (реална защита). В този смисъл институционалната ефективност при защитата на правата на собственост се проявява при определянето на правилата и при прилагането им.

Изследването на институционалната ефективност е актуално поради влиянието, което институциите упражняват върху инвестиционния процес общо и по-конкретно върху ликвидността на фондовия пазар. Ежедневните им действия формират нивото на доверие у акционерите, а те съответно реагират като пренасочват фондове към или извън националния фондов пазар.

¹ Терминът „институционална ефективност” се употребява с цел да се представи степента, до която институционалните мероприятия и политики успяват да подобрят инвестиционната среда в широк контекст и ликвидността на фондовия пазар – в тесен контекст. Това е успехът, с който институциите създават и налагат правилата, както и степента, до която действията им са полезни за пазарната ликвидност.

Обект на това изследване са институциите, ангажирани с формирането и налагането на правилата на българския фондов пазар и на необходимата за инвестиционния процес инфраструктура. Предмет на изследването е работата на тези институции, степента, до която те постигат възложените им цели да осигурят инвестиционна сигурност. Целта на изследването е да установи институционалните слабости, които, според пазарните участници, предопределят ниската пазарна ликвидност. Задачите на изследването са да се открият конкретните оценки за различните аспекти на институционалния ефект, съответно различното влияние върху ликвидността на фондовия пазар.

Поради пряката връзка между ликвидността на фондовия пазар, която е изключително ниска² и ефективността, с която институциите управляват инвестиционния процес, ще се изследва следната *Хипотеза: Ефективността на институциите, осигуряващи защитата на инвеститорите на българския фондов пазар, е ниска.*

1. Ефективност на институциите при защитата на правата на инвеститорите

Институциите на правната и регулаторната система трябва да гарантират на акционерите равнопоставеност в инвестиционния процес, а именно достъп до обективна информация относно активите, равни възможности за реализиране на печалби и еднакви права при управлението на компаниите и разпределянето на печалбите. Допълнително институциите на пазарната инфраструктура трябва да гарантират сигурност и равнопоставеност на търговския процес, на сетълмента и съхраняването на активите. Високата институционална ефективност гарантира защитата на акционерите, а ниската създава условия за неравнопоставеност и съответно опасност от експроприация. Именно защитата на инвеститорите е фактор за висока пазарна ликвидност, което поставя осигуряването ѝ като важно условие за функционирането на националния фондов пазар.

В материята, изследваща качеството на инвестиционната среда в националната икономика, терминът “експроприация” се употребява в смисъл на ощетяване на инвеститорите, на отнемането на възможността им да получат същата печалба от инвестициите си като мажоритарните акционери или управляващите компанията. Опортюнистичното поведение е термин, описващ действията на мажоритарните акционери или управляващите компанията, с които те сключват сделки със свързани лица в ущърб на миноритарните акционери, не полагат

² Различните показатели за ликвидност на българския фондов пазар са от 5 до 50 пъти по-ниски от средните за ЕС.

дължимата грижа при управлението на компанията или злоупотребяват с вътрешна информация (информирана търговия). Неблагоприятният избор се дължи на информационната асиметрия – когато дружеството, обект на инвестиции, не разкрива важната информация относно дейността и перспективите си, акционерите не могат да оценят истинското качество на актива. В резултат те притежават надценени акции или не притежават активите, които ще донесат печалби.

Нивото на инвестиционната несигурност в тесния аспект на защитата от експроприация зависи от правилата в инвестиционния процес и степента, до която те се спазват, съответно е следствие от институционалната ефективност. Значението на институциите за икономическото поведение на стопанските агенти изобщо и за инвестиционното им поведение, по-конкретно се дължи на две основни техни функции (Седларски, 2008). Първата е свързана с правилата за поведение и степента, до която агентите ги спазват, като ефективността им в този смисъл пряко определя доверието, прозрачността и сигурността на инвеститорите. Втората функция е свързана с транзакционните разходи за субектите на търговските договори и по-конкретно с инвестициите, които също пряко влияят на нивото на ликвидност. Институционалната матрица дефинира множеството на социалните и икономическите (включително инвестиционните) възможности за членовете на обществото (North, 2005), а според Knack и Keefer (1995) точно тя детерминира количеството и качеството на инвестициите. По-кратко е определението на North (1990) – правилата на играта в едно общество влияят върху стопанските резултати.

Качеството на правната система (правни норми и ефективно правораздаване) оформя икономическите резултати поради подкрепата, която правната система оказва на пазарноостановените икономически дейности (Armour, Deakin, Sarkar, Siems, Singh, 2008), важна част от които е фондовият пазар. Пазарната ликвидност е пряко следствие от пазарната базираност на националната финансова система, тъй като отразява инвестиционните традиции и приетите от инвестиционната общност източници на външен капитал, в случая собствен. La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer и Vishny (1997) доказват, че външното финансиране със собствен капитал се детерминира от разликите в правните норми и прилагането им. Делът от капитализацията на фондовия пазар, държан от миноритарни акционери, и броят на първичните публични предлагания корелира положително със степента, до която има респект от закона, с качеството на прилагането на закона и правната защита на миноритарните акционери. Опортюнистичното поведение на мениджърите и контролиращите акционери за сметка на инвеститорите е по-ограничено тогава, когато правната защита на инвеститорите е сериозна и прилагането на законите е навременно и разходно-

ефективно. Факторът “правни норми и правоприлагане” в крайна сметка води до сигурна или несигурна инвестиционна среда, създава или не доверие в пазара, а оттам генерално определя пазарната ликвидност като готовност за инвестиране или negliжиране на пазара на собствен капитал от страна на инвеститорите и емитентите – чуждестранни или национални. Действието му е фундаментално и многоаспектно. Резултатният показател е нивото на доверие във фондовия пазар, а то е основна детерминанта на ликвидността и несигурността. Спад на доверието провокира „замръзване” на пазарите.

Основна функция на институциите е най-общо да намалят транзакционните разходи (Williamson, 1985) (следствие от съчетаването на неопределеността и комплексността на средата с ограничената рационалност на индивидите), а на фондовия пазар това се постига чрез стандартите за прозрачност и недопускане на опортюнистично поведение. Тези цели на регулациите се преследват чрез мониторинг от органите за надзор, чрез процесите на лицензиране и разрешителните режими, а в случай на установени нарушения – чрез публично регулаторно преследване. Според Prentice (2006), регулиращите институции на фондовия пазар имат за цел да постигнат ефективност на пазарите, по-висока от ефективността без правителствената намеса. Прието е схващането, че алтернативите (частни договори, саморегулиране, конкуренция между регулаторите, ограничения поради репутацията, частно съдебно преследване) са явно недостатъчни, поради изключително високата „печалба” от опортюнистично поведение.

Правилата, отнасящи се до търговията с акции, се уреждат генерално в законите за ценните книжа, публичните дружества и пазарите на финансови инструменти, както и в подзаконовата нормативна база, а детайлните изисквания са разписани в борсовите правила за листване и търговия, както и в правилника на депозитарната институция. Институциите, които прилагат правилата са съответно съдилищата, органите за надзор на търговията с ценни книжа, фондовите борси и депозитарите. В България тези институции са съответно съдът, Комисията за финансов надзор, Българската фондова борса и Централният депозитар, съответно значимостта им в инвестиционния процес е огромна (формират и налагат правилата). Тъй като България принадлежи към континенталната традиция на гражданското право, правните норми се съставят от законодателен орган, а именно Народното събрание.

2. Оценка на ангажираните в процеса институции

Това изследване е направено въз основа на анкета, резултатите от която демонстрират по какъв начин участниците в инвестиционния процес възприемат качеството на системата, осигуряваща спазването на правилата, съответно защи-

тата на акционерите в публичните компании. Анкетата е проведена сред 19 активни участници на капиталовия пазар в България³ и включва мненията на брокери на ценни книжа (6), изпълнителни директори на публични дружества (4), на управляващи дружества (2), на инвестиционни посредници (1), инвестиционни консултанти (3), един директор за връзки с инвеститорите и двама пряко ангажирани юристи. Освен като професионалисти, повечето от участниците в анкетата са и индивидуални инвеститори на българския фондов пазар, а някои от тях са и представители на институционални инвеститори.

Въпросите в анкетата (таблица 1) се отнасят до съдебната система и Комисията за финансов надзор като органи, които налагат спазването на правилата от нормативните актове и до Българска фондова борса – София АД и Централен депозитар АД, като институции, заети с осигуряването на важна част от инвестиционната инфраструктура и равнопоставеното листване, търгуване, прехвърляне и съхраняване на собствеността върху активите.

Оценката за правосъдието и Комисията за финансов надзор е незадоволителна – 84% от анкетираните могат да споменат случаи, в които правилата, според тях, не са приложени. На въпросите дали са били обект на неравнопоставено отношение, процентът на положителните отговори е изключително висок (68%) що се отнася до Комисията за финансов надзор и по-нисък, относно правосъдната система, но важно уточнение тук е процентът от казусите, стигнали до съдебно тълкуване. При допълнителния въпрос дали случаите им са разглеждани в съда, 9 от анкетираните отговарят отрицателно. Равносметката е, че едва трима от 10 приемат съдебните решения по инвестиционни или регулаторни спорове, отнесени до съда, като справедливи. Високите проценти на положителни отговори на първите три въпроса поставят двете най-важни институции, гарантиращи доверието на българския фондов пазар в положение, при което доверието в тях не е на необходимото ниво.

Оценката за ефективността на институциите, осигуряващи спазването на правилата, се проявява и при налагането на стандарти в работата на акционерните дружества, привличащи капитал. Отговорите на въпроси 4 и 5 разкриват недоверие, че инвеститорите ще бъдат защитени. Над 68% споменават случаи, в които миноритарните акционери не са защитени чрез основния инструмент за това – търговото предложение, а близо 95% считат, че в публичните компании се извършват неправомерни сделки със свързани лица.

³ Участниците в анкетата са представители на 4 инвестиционни посредника (от общо 57), на 4 управляващи дружества (от общо 30) и на 7 публични дружества (от регистрирани 444 емисии). Юристите, обслужващи пазарни агенти имат най-пълна представа относно тежестта на регулациите и правоприлагането, което определя мястото им в анкетата.

Ниското доверие в тези два инструмента за защита (търговото предложение и одобрението на сделките със свързани лица) определя и ниското доверие на инвестиционната общност, че правилата ще бъдат спазени, съответно акционерите няма да бъдат жертва на експроприация.

Важно за реалното спазване на правилата е да не се допуска злоупотреба с вътрешна информация. Процентът на регистриралите такива сделки (въпрос 6) е обнадеждаващ – само около една трета от анкетираните, като един от участниците дори споменава случай, в който има наказан за подобно поведение.

Освен доверието, че няма да бъдат ощетени, инвеститорите се нуждаят и от гаранции, че ще имат навременен достъп до важната за компаниите информация. Нивото, до което емитентите предоставят на инвестиционната общност ценовочувствителната информация и моментите, в които го правят, формират нивото на прозрачност, а то е важна детерминанта на пазарната ликвидност. Отговорите на въпроси 24 и 25 поставят твърде ниска оценка на двете най-важни функции на институциите, ангажирани със спазването на правилата. Само един от анкетираните е убеден, че ценовочувствителната информация е достъпна за инвеститорите. Едва една четвърт от участниците в анкетата вярват на информацията, разкривана в проспектите. Най-висок е процентът на участниците, които в твърде ниска степен са убедени, че имат достъп до важната за активите информация. Процентът на убедените в средна степен е около една трета и за двата въпроса.

Таблица 1

**Резултати от анкетно проучване сред участници
на българския фондов пазар**

	Въпроси	% да	% не	не мога да преценя %
1	Можете ли да споменете случаи, в които правораздавателните органи или КФН не са приложили закона така, както считате че трябва?	84,21%	15,79%	0,00%
2	Били ли сте обект на неравнопоставено третиране от правораздаването в инвестиционната си дейност?	36,84%	63,16%	0,00%
3	Били ли сте обект на неравнопоставено третиране от КФН в инвестиционната си дейност?	68,42%	31,58%	0,00%

4	Можете ли да споменете случаи, в които не е извършено дължимо търгово предложение или е извършено на силно занижена цена?	68,42%	31,58%	0,00%
5	Извършват ли се необявени или неправомерни сделки със свързани лица в публичните компании?	94,74%	5,26%	0,00%
6	Били ли сте свидетел на злоупотреба с вътрешна информация и високи печалби от инсайдрски сделки?	36,84%	63,16%	0,00%
7	Можете ли да споменете случаи, в които злоупотребата с вътрешна информация е била наказана?	5,26%	94,74%	0,00%
8	Имате ли доверие, че няма да бъдете експроприран в дружество с концентрирана собственост?	10,53%	68,42%	21,05%
9	Можете ли да споменете дружество, в което мажоритарният акционер реално държи под 50%?	36,84%	63,16%	0,00%
10	Бихте ли се разделили с контрола в публично дружество за да привлечете външен капитал?	68,42%	26,32%	5,26%
11	Бихте ли казали, че броят на инвестиционните посредници намалява поради високите изисквания и разходи?	84,21%	10,53%	5,26%
12	Бихте ли казали, че емитентите не се листват поради високите изисквания и разходи?	68,42%	21,05%	10,53%
13	Считате ли, че БФБ София АД и ЦД АД са изградили достатъчна пазарна инфраструктура?	36,84%	42,11%	21,05%
14	Бихте ли казали, че действията на БНБ спрямо КТБ АД от последните 6 месеца привличат инвеститори на българския фондов пазар?	0,00%	89,47%	10,53%
15	Считате ли, че правилата на българския регулиран пазар за листване и търговия се прилагат еднакво за всички?	31,58%	52,63%	15,79%
16	Считате ли, че търговската борсова система не позволява манипулирането на цените на борсовите сделки?	36,84%	36,84%	26,32%
17	Считате ли, че наличието на маркет-мейкъри би повишило пазарната ликвидност?	52,63%	10,53%	36,84%
18	Възможно ли е маркет-мейкърите да работят ефективно на пазар с висока концентрация на собственост?	31,58%	47,37%	21,05%
19	Считате ли, че разкриването на посредниците-страни по сделките е важно за прозрачността?	68,42%	21,05%	10,53%

20	Считате ли, че съществуващата уредба и инфраструктура на репо сделките е достатъчна?	36,84%	31,58%	31,58%
21	Считате ли, че съществуващата уредба и инфраструктура на късите продажби е достатъчна?	15,79%	57,89%	26,32%
22	Правили ли сте къси продажби, вкл. за чужда сметка през последните 2 месеца на българския фондов пазар?	0,00%	100,00%	0,00%
23	Познавате ли случай, в който инвестиционен посредник в България да е бил поемател за собствена сметка на емисия ценни книжа?	0,00%	100,00%	0,00%
		висока степен %	средна степен %	ниска степен %
24	До каква степен вярвате на информацията от финансовите отчети и проспектите?	26,32%	31,58%	42,11%
25	До каква степен сте убеден, че емитентите разкриват ценово чувствителна информация?	5,26%	36,84%	57,89%

Концентрацията на собственост е важна характеристика на българския фондов пазар. Счита се, че това явление разкрива слабости на правната система да гарантира опазването на собствеността на инвеститорите, поради което миноритарните акционери отбягват семейните компании, а мажоритарните предпочитат да се финансират по начин, изключващ публичните емисии на акции (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997). Повечето публични компании в България се управляват от мажоритарния си акционер или от свързано лице, а над 60% от анкетираните не могат да споменат дружество, в което собствеността да е реално фрагментирана. Основният проблем на концентрацията на акционерната собственост е доверието, че миноритарните акционери няма да бъдат оцелени. За съжаление, очакващите да не бъдат жертва на подобно опортюнистично поведение са едва 10% (въпрос 8). За голямата част от участниците в анкетата концентрацията на собствеността е заплаха и те не проявяват достатъчно доверие при инвестициите си в подобни компании. Интересен в случая е отговорът на въпроса дали участниците в анкетата биха се разделили с контрола си в компанията с цел да привлекат външен капитал. Над 68% отговарят положително, което означава, че е възможно българските мажоритарни акционери да преосмислят стратегията си, ако пазарните условия се променят. Участниците в анкетата считат, че маркет мейкърите биха повишили ликвидността по позициите, в които собствеността не е фрагментирана, но не оценяват високо възможностите те да правят това на пазар с концентрирана собственост.

Регулационният процес изисква, както налагането на необходимите изисквания и правила, така и компетентна преценка относно адекватността на нор-

мите и разходите на поднадзорните лица. Свръхнадзорът също е регулаторен провал, а на възникващите пазари подобна тенденция води до нарастване на транзакционните разходи (достигане на забранително високи нива, предотвратяващи сключването на сделка) (Седларски, 2008) и съответно понижаване на ликвидността и до важния дефект на двустранното ограничаване на достъпа (North, Wallis, Weingast, 2006), при който емитентите предпочитат непубличното финансиране, а инвеститорите избягват листваните активи поради високите разходи. Въпросите относно високите изисквания и разходи като причина за намаление на броя на инвестиционните посредници (въпрос 11) и делистването и нелистването на емитентите (въпрос 12) разкриват съгласие от страна на анкетираните, че подобна тенденция се наблюдава и на българския фондов пазар. По-голямата част от участниците в анкетата считат, че високите изисквания и разходи са проблем и на емитентите (над 68%), и на инвестиционните посредници (над 84%). Практиката доказва явлението, като за периода 2008 г. - 2014 г. броят на листваните емисии намалява с над 20%, а този на инвестиционните посредници – с над една трета.

Регулираният пазар на ценни книжа като институция, чрез репутацията си е фактор относно пазарната ликвидност, а пазарната ликвидност е важна негова характеристика и го определя качествено. Репутацията на пазара се формира на база на институционалните му качества – правила и прилагането им, ефективност на търговския процес, ефективност на процеса на разкриване на информация. В голяма степен репутацията на фондовия пазар отразява и репутацията на търгуващите там финансови институции и репутацията на компаниите-емитенти, чиито книжа са листвани на него. Стандартите на фондовата борса (борсовите правила за листване, разкриване на информация и търговските правила) и готовността да се прилагат (спрямо търговци, инвеститори и емитенти) правят от регулираните пазари важен институционален фактор. Търговският процес на фондовия пазар трябва да води до справедлива цена и да не позволява манипулирането ѝ. Оценката на анкетираните относно правилата на българския фондов пазар разкрива недоверие (въпрос 15) – половината анкетирани не считат, че правилата се прилагат еднакво за всички. Дискриминацията в инвестиционния процес е важен канал за нарастването на несигурността, съответно за намаляването на убедеността, че правата на собственост са защитени. По-обнадеждаващи резултати показва равният брой на убедените, че правилата за търговия не допускат манипулация на цените на сделките и на неубедените в това. На следващия въпрос – относно важността на разкриването на информация за страните по борсовите сделки, равновесието отново е нарушено и повечето от анкетираните считат, че тази информация е важна и трябва да бъде налична.

Пазарните възможности за бързи покупки и продажби намаляват систематичния риск, докато възможността само за покупки води до балони и съответно несиметрично развитие на пазара (Endo, Rhee, 2006), отклонение от фундаменталната стойност, последвано от колапс и бавно възстановяване. На развитите пазари тези инвестиционни възможности се предоставят чрез системите за репо покупки и къси продажби. Оценката на участниците в анкетата относно възможностите за подобна търговия в България разкриват сериозните проблеми на асиметричния инвестиционен процес на националния фондов пазар. Докато оценката за наличната инфраструктура, осигуряваща маржин покупките е балансирана (въпрос 20), то оценката относно възможностите за къси продажби е доминиращо отрицателна (въпрос 21). Най-категоричен е отговорът на въпрос 22 – никой от участвалите в анкетата не е извършвал къси продажби в България. Липсата на възможности за симетричен инвестиционен процес е сериозна заплаха за правата на собственост, тъй като поставя инвеститорите в български ценни книжа в неравнопоставено положение с тези, инвестиращи в чуждестранни активи. От друга страна, несиметричният пазар поставя допълнителни рискове пред инвеститорите, което също е елемент на дискриминация.

Вторият единодушен отговор е на въпрос 23 – никой от участвалите не може да спомене случай, в който инвестиционен посредник е поел емисия ценни книжа за своя сметка. Подобна категоричност разкрива факта, че инвестиционното банкиране е напълно неразработена територия, а емитентите в България не разполагат с основния инструмент на привличане на капитал.

Институционалната ефективност е важен фактор за инвестиционния процес, тъй като показва степента, до която правилата се спазват и инвеститорите са защитени. Привличането им е функция на успеха, с който институциите формират и налагат нормите, защото по този начин те детерминират несигурността. Институционалната неефективност провокира отлив на инвестиции, тъй като собствеността не е защитена. В този аспект въпрос 14 оставя извън съмнение връзката между степента, до която надзорните институции (в случая БНБ) прилагат правилата и привлекателността на националния фондов пазар за чуждестранния и националния капитал. Когато институциите не осъществяват качествен надзор, не реагират на проблемите в инвестиционната среда и не действат решително, националният фондов пазар не е привлекателен. Когато действията са спорни и решенията не са обективни, несигурността нараства, а това води до намаление на капитала, предназначен за фондовия пазар.

Заключение

Основният извод, който се налага при прегледа на резултатите от анкетата, е, че инвеститорите не са доволни от работата на институциите на българския фондов пазар. Те не изразяват категорично впечатление, че правилата се спазват, че не се прилага дискриминация, че необходимата инфраструктура е достъпна. От друга страна, технологиите за надзор се приемат за разходнонеефективни, което повишава транзакционните разходи. Централният депозитар и фондовата борса продължават да не успяват да предложат адекватна инфраструктура, което сваля доверието в пазара и го прави асиметричен, съответно податлив на изкривяване, сринове и бавно възстановяване.

Неодобрението е основният резултат от анкетата. Неприлагането на нормите за всички от страна на правораздаването и надзорния орган нарушава защитата на правата на собственост, защото създава дискриминация, поради която лицата с опортюнистично поведение експроприират безнаказано. Ниското ниво на доверие в системата, осигуряваща прозрачност, поражда условия за злоупотреби. Липсващата пазарна инфраструктура създава очаквания за надценени активи, съответно пресъхване на ликвидността в периоди на висок риск.

Резултатите от анкетата доказват хипотезата, а именно, че ефективността на институциите, ангажирани с формирането и налагането на правилата, осигуряващи опазването на правата на собственост, е ниска. Възприемането на инвестиционната среда като рискова, поради недостатъчната защита и възможности за инвеститорите, води до ниска пазарна ликвидност и ниски цени на активите, съответно ниска пазарна ефективност.

За да се преодолеят слабостите, трябва да се повиши ефективността на ангажираните институции при осигуряването на равнопоставено третиране на агентите, на необходимата пазарна инфраструктура и на разходнонеефективни технологии за надзор. Мероприятията в този смисъл трябва да включват:

- Опростяване на правилата в инвестиционния процес – задължителните норми, осигуряващи правата на собственост на инвеститорите включват адекватен достъп до навременна информация за активите и защита от опортюнистично поведение (сделки със свързани лица, информирана и манипулирана търговия). Komplцирането на правилата отвъд необходимото води до трудности в разбирането и прилагането им, като това се отнася, както до местните инвеститори и емитенти, така и до регулатора и правораздавателната система. Допълнително общественият контрол при съблюдаването на просто разписаните правила ще е по-ефективен. Важно следствие от опростяването на процеса ще бъде намаляването на транзакционните разходи.

- Незабавна приватизация на фондовата борса и депозитарната институция – това ще осъществи две важни цели: интеграция с по-развит пазар и модерна клирингова система, позволяваща комплексна маржин търговия.
- Мероприятия, насочени към регулаторните органи, целящи повишаване на компетентността им.

Използвана литература

1. Седларски, Т, (2008), “Транзакционни разходи и икономически растеж”, Статистика 2, с. 18-36.
2. Armour, J., S. Deakin, P. Sarkar, M. Siems, A. Singh, (2008), “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”, Law Working Paper No 108, <<http://ssrn.com/abstract=1094355>>
3. Endo, T, G. Rhee, (2006), “Margin Purchases and Short Sales in Emerging Markets: Their Rationales and Design Variables”, Financial Sector Discussion Series, <http://ssrn.com/abstract=1327309>
4. Knack, S., P. Keefer, (1995), “Institutional and Economic Performance: Cross Country Tests Using Alternative Institutional Measures”, Economics and Politics 7(3), pp. 207-227.
5. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, (1997), “Legal Determinants of External Finance”, The Journal of Finance . Vol. LII, No. 3. pp. 1131-1150.
6. North, D, (1990), “A Transaction Cost Theory of Politics”, Journal of Theoretical Politics 2(4).
7. North, D, (2005), “Institutions and the Performance of Economies Over Time”, Handbook of New Institutional Economics, Published by Springer, The Netherlands, edited by Claude Menard and Mary M. Shirley.
8. North, D., J. J. Wallis, B.R. Weingast, (2006), “Violence and Social Orders. A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History”. Cambridge University Press.
9. Prentice, R. A, 2006, “The Inevitability of a Strong SEC”, Cornell Law Review
10. Williamson, O. E., 1985, “The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting”, New York: Free Press, 1985.

INSTITUTIONAL INFLUENCE ON LIQUIDITY ON THE BULGARIAN STOCK MARKET

Doctoral student **Krasimira Naydenova**

Abstract

The liquidity on the stock market is directly dependent on the degree to which investors feel protected. The expropriation, non-transparency and low confidence are consequences of the absence of rules or their non-application. The study of the efficiency with which the institutions on the stock market in Bulgaria that are involved in the observance of the rules impose them, shows distrust in the system. The investors' evaluation of the institutions of the market infrastructure is low. Such perception of the institutional efficiency of the stock market determines its low market liquidity.

Keywords: *stock market, market liquidity, institutional efficiency, proprietary rights.*