



ИЗВЕСТИЯ

списание на Икономически университет – Варна

<http://journal.ue-varna.bg>

КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР КАТО АЛТЕРНАТИВА ЗА ЛИЧНИТЕ ИНВЕСТИЦИИ

Йордан ЙОРДАНОВ¹

¹ Катедра „Финанси“, Икономически университет – Варна, България.
E-mail: jordan@ue-varna.bg

JEL:
D14, G2, G11, G18, G23

Резюме**Ключови думи:**

лични инвестиции,
портфейлен избор,
доходност,
капиталови пазари

Целта на статията са обзорът на инвестиционните алтернативи на домакинствата, тяхната историческа доходност, както и динамиката на инвестиционния портфейл. Обект на изследване са личните инвестиции в България, а предмет – атрактивността на капиталовия пазар, съпоставен с други инвестиционни алтернативи. Анализират се причините за високата степен на насочване на лични инвестиции в нискодоходни банкови депозити. За повишаване участието на личните инвестиции на капиталовите пазари са необходими комплекс от мерки, свързани с ръст на икономиката и капиталовите пазари, подобряване на корпоративното управление на публичните дружества, смекчаване на доходните неравенства, както и данъчни стимули.

© 2022 Икономически университет – Варна

Цитиране: ЙОРДАНОВ, Й. (2022) Капиталовият пазар като алтернатива за личните инвестиции. *Известия. Списание на Икономически университет – Варна*, 66 (2), с. 135 – 154.

Въведение

Последните 20 години на икономическо развитие в България се характеризират с финансова стабилност на валутния курс и инфлацията. Личното богатство на домакинствата нараства, но неговото насочване е основно в спестовни влогове и недвижима собственост, докато вложенията в капиталови инструменти изостават в значителна степен не само спрямо старите, но и спрямо новоприетите членове на Европейския съюз.

Обект на изследване са личните инвестиции в България, а предмет – атрак-

тивността на капиталовия пазар, съпоставен с други инвестиционни алтернативи.

Целта на статията са обзорът на инвестиционните алтернативи пред домакинствата, тяхната историческа доходност, както и динамиката на инвестиционния портфейл на домакинствата. Основните задачи се свеждат до литературен обзор на личните инвестиции на капиталовия пазар, очертаване на потенциала им и не на последно място – емпирично изследване на доходността на инвестиционните алтернативи.

Приложени са методите на сравнението и динамичните редове за анализ на разпределението на инвестиционния портфейл на домакинствата по инвестиционни инструменти. Извършена е количествена оценка на доходността на инвестиционните инструменти. Актуалността на изследването произтича от нарастващия размер на спестяванията на домакинствата, ниската им доходност, както и от предизвикателствата на застаряващото население.

Нарастващото значение на личните инвестиции в капиталовите пазари се подчертава и от Европейската комисия, във връзка с действията по създаване на Съюз на капиталовите пазари (European Commission 2017):

„Ангажираността на инвеститорите на дребно с капиталовите пазари остава ниска. Домакинствата в ЕС са сред имащите най-големи спестявания в света, но по-голямата част от тези спестявания се държат в банкови сметки с кратък падеж. Повече инвестиции в капиталовия пазар могат да помогнат за справяне с предизвикателствата, породени от застаряването на населението и ниските лихвени проценти. Това обаче няма да се случи, освен ако инвеститорите на дребно нямат достъп до атрактивни инвестиционни предложения при конкурентни и прозрачни условия.“

1. Литературен обзор

Развитието на капиталовите пазари е основна предпоставка и източник на средства за икономически просперитет и подобряване качеството на живот на всяка нация. Финансовата наука предоставя различни механизми за свързване на кредиторите и кредитополучателите, като два от най-известните са индиректното посредничество (банкова система) и директното финансиране чрез капиталовите пазари. Всеки от тези механизми има своите предимства и недостатъци, широко дискутирани във финансовата литература.

Най-често като предимства на индиректното финансиране (Георгиев 2001: 34) се посочват икономии от обхвата и мащаба, икономии от разходи за надзор и регулиране, снижаването на риска в системата. От друга страна, индиректното (банково) посредничество не е лишено и от недостатъци като опасност за

стабилността на банките, злоупотреба с информация (поради вродения конфликт на интереси и др. при универсалното банкиране), както и опасности за конкуренцията (Георгиев 2001).

Това, което стандартните текстове по финансови пазари не разкриват, е, че доверявайки се на финансов посредник, инвеститорите се лишават и от правото да насочат инвестициите си в предпочитаните според тях фирми и индустрии. Банките насочват инвестициите абсолютно непрозрачно, като освен това те не са задължени да разкриват информация за лихвените проценти по корпоративните си и други заеми, нито пък за маржина на печалбата.

Разбира се, поради това, че банковият капитал е рисков и в случай на фалит вложителите имат първа поредност на събиране на вземанията, банките са в правото си на „банкова тайна“. От друга страна, натрупаните значителни спестявания и отрицателни реални лихвени проценти по банков депозити за дълъг период би следвало да стимулират участието на индивидуалните инвеститори на капиталовите пазари. Тази рационалност обаче не се потвърждава от реалността.

Ръстът на преките лични инвестиции се обуславя от наличието на развит и ликвиден капиталов пазар. Така факторите за развитието на капиталовите пазари са от решаващо значение за личните инвестиции. Goldsmith (1969) подчертава, че периодите на по-бърз растеж в икономиката са придружени от по-високи темпове на растеж на капиталовите пазари. Churpe и Atkin (1992) твърдят, че информационните асиметрии изобилстват на финансовите пазари и следователно изискванията за оповестяване на публичните компании трябва да гарантират, че финансовата информация е достъпна за инвеститорите по начин, който улеснява междуфирмените сравнения. Търговията с вътрешна информация е често срещана и има тенденция да дестабилизира фондовия пазар особено там, където финансовата система е административно контролирана (Kumar, Feldman 1995; Churpe, Atkins 1992). Beck (2000) установява силна връзка между развитието на финансовите пазари и правната среда. До подобен извод достига и Levine (1999). Според Kumar и Tsetsekos (1999) разликите между нововъзникващите и развитите пазари се основават на институционалната структура.

Нобеловият лауреат Фридрих фон Хайек определя проблема за изграждането на оптимален ред в икономиката като „чисто логичен“ – ако притежаваме цялата съответстваща налична информация, можем да започнем от дадена система на предпочитания и да управляваме всички знания с наличните средства.

„Странният характер на проблема на рационалния икономически ред се определя единствено от факта, че познанието на обстоятелствата, от които следва да се възползваме, никога не съществува в концентрирана или интегрална форма, а единствено разпръснато в непълни отрязъци на противоречащо си знание (ин-

формация), което отделните лица притежават.“ (Науек 1945).

Очевидно рационална и оптимална икономическа система би функционира-ла там, където информацията, притежавана от отделните субекти, може да бъде интегрирана. Това е и причината, поради която споделяме отчасти мнения като това, че „теоретичният и еволюционният анализи показват, че тези два посред-нически „канала“ (банковата система и капиталовият пазар, б.а.) са по-скоро до-пълващи се елементи..... Факторите, формиращи доминиращото положение на един от тях, произтичат от пазарните фрикции, както и от степента на разви-тие на финансовата инфраструктура и неформалните институции (ограничения) – традиции, обичайни практики и др.“ (Георгиев 2004). По наше мнение доми-ниращото положение на банковата система над капиталовите пазари е повлияно силно от политическото, икономическото и морално-ценностното състояние на българското общество, както и състоянието на правната и съдебната система през последните години.¹

Проблемът е защо сега, когато индивидите имат законово осигурено право на собственост и свобода да инвестират законните си доходи, те не се възползват от това (или се възползват в минимална степен) и така не помагат за рационалния и оптимален икономически ред според Хайек.

Личните финанси се разглеждат като приложение на принципите на финан-сите, управлението на ресурсите, обучението на потребителите и социологията и психологията на вземането на решения за изследване на закономерностите при вземане на решения от страна на индивидуалните инвеститори и домакинствата с цел придобиването и насочването на финансовите ресурси с оглед посрещането на текущите и бъдещите потребности. Личните финанси се базират на теории от финансите и икономиката, науките за семейството, психологията и социологията. По-известните модели включват човешкия екологичен модел (Human ecological model), (Bronfenbrenner 1979), хипотезата за жизнения цикъл на спестяванията (Life Cycle Hypothesis of Savings), (Ando, Modigliani 1963), поведенческата хипо-теза за жизнения цикъл (Behavioral Life Cycle Hypothesis), (Shefrin, Thaler 1988).

От гледна точка на инвеститорите, които спестяват за пенсиониране, про-блемът с избора на портфейл се променя драматично по време на жизнения ци-къл. Народната мъдрост твърди, че в началото на трудовия живот е типично ин-веститорът да влага почти цялото си богатство в акции и незначителна част – в безрискови активи. Наближавайки пенсионирането, инвеститорът трябва посте-пенно да намалява дела на акциите, за да ограничи въздействието на катастро-фалните загуби, тъй като те вече не могат да бъдат компенсирани чрез увеличени спестявания от трудови доходи (Danthine, Donaldson 2005).

Според Du и Kamakura (2006: 122) алокирането на доходите към специфични

финансови инструменти определя финансовата зрялост на индивида. Има няколко нива на финансова зрялост по отношение на избора на финансови продукти, които хората използват. Първото ниво на финансова зрялост са основните продукти като банкова сметка, спестовна/депозитна сметка, кредитна карта, ипотека и кредити. Второто ниво включва продукти, които се използват за управление на риска и създаване на парични резерви – животозастраховане, пенсионни фондове и срочни депозити. Третото ниво по скалата на финансовата зрялост на продуктите на капиталовите пазари са акциите и облигациите, инвестиционните фондове и персоналният портфейл.

Поради предоставянето на данъчни облекчения, в добавка на основната цел – инвестирането, държавните облигации са четвъртото ниво на зрялост.

2. Потенциалът на индивидуалните инвеститори

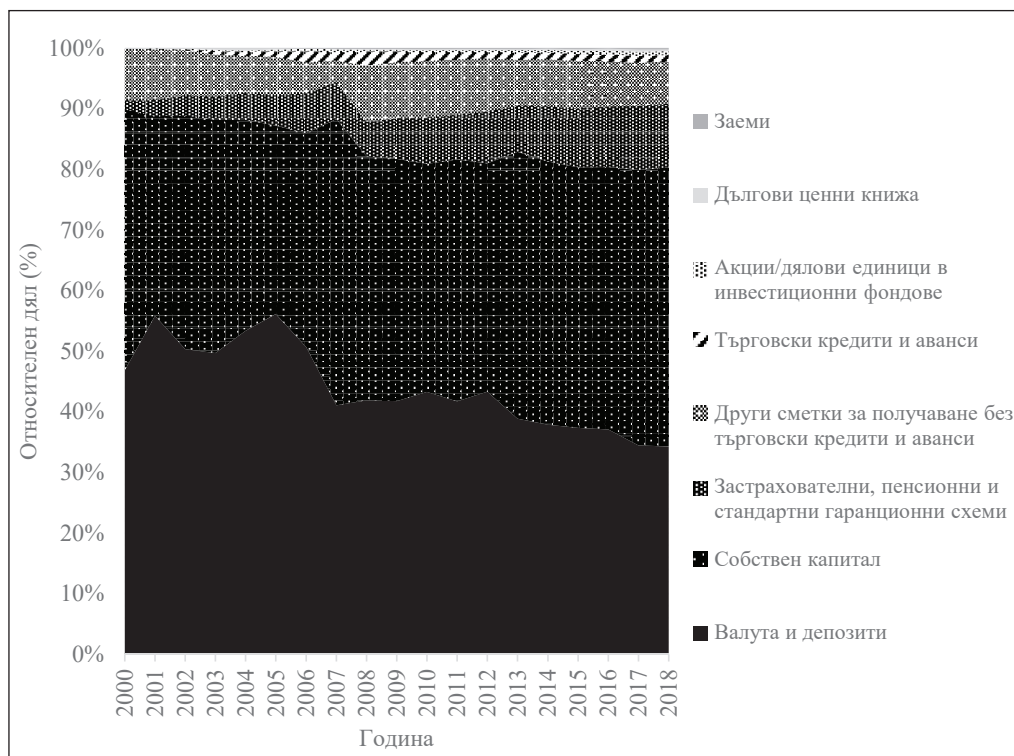
Личните инвестиции представляват тази част от националните инвестиции на дадена страна, които са извършени от остатъчния разполагаем доход на индивидите или домакинствата. Инвестициите на индустриални и финансови фирми, както и на държавата в други индустриални и/или финансови фирми, не са обект на лични инвестиции. Ценността им произтича от факта, че субектите на тези инвестиции генерират доходи за възпроизводството си, заплащат данъци и остатъчната величина спестяват/инвестират. Традиционно учебниците по финанси, дискутирайки различните видове финансово посредничество, определят домакинствата като нетни кредитори, а фирмите – като нетни кредитополучатели.

Ясно е, че няма просперираща икономика без стабилни и значителни лични инвестиции. Важният въпрос обаче се отнася до механизма на финансово посредничество, който да дава свобода на избор пред инвеститора, да го въвлече в инвестиционния процес и успеха на начинанието. Разбира се, за да бъде стимулиран да спестява/инвестира, индивидът/домакинството трябва да има положителна очаквана възвръщаемост от инвестицията.

Основните механизми на посредничество са два – пряк и косвен. Косвеното посредничество има редица предимства, но един основен недостатък – индивидуалният инвеститор е тотално отчужден от процеса на инвестиране. Той поверява спестените си с „пот“ средства на институции с мраморни подове и помпозни фасади, като единствено е допуснат до гишето на касата. Спестителят не знае как ще бъдат насочени набраните средства, каква доходност ще бъде реализирана от неговите вложения – това е предмет на банкова тайна.² Още по-голям антагонизъм съществува при индиректното посредничество, предлагано от пенсионните фондове и застрахователните дружества – в редица случаи внесените парични

суми са по норматив, определен със закон, където липсва алтернатива, а свободата е до голяма степен заменена с администриране. Но нека се концентрираме върху алтернативите пред индивидуалните инвеститори в България, като търсим отговор на въпроса доколко те избират да вземат *сами* инвестиционни решения.

Делът на притежаваните от домакинствата финансови активи спрямо всички финансови активи за последните две десетилетия се удвоява – от 11.5% през 2000 г. на 22.8% през 2018 г. Същевременно делът на финансовите активи на домакинствата в котираните акции нараства от 13.9% на 22.1%. Това е малък прогрес на фона на потенциала, който би могъл да се генерира. Логично възниква въпросът как се разпределят финансовите ресурси на домакинствата. Отговорът, в динамичен порядък, дава фигура 1.



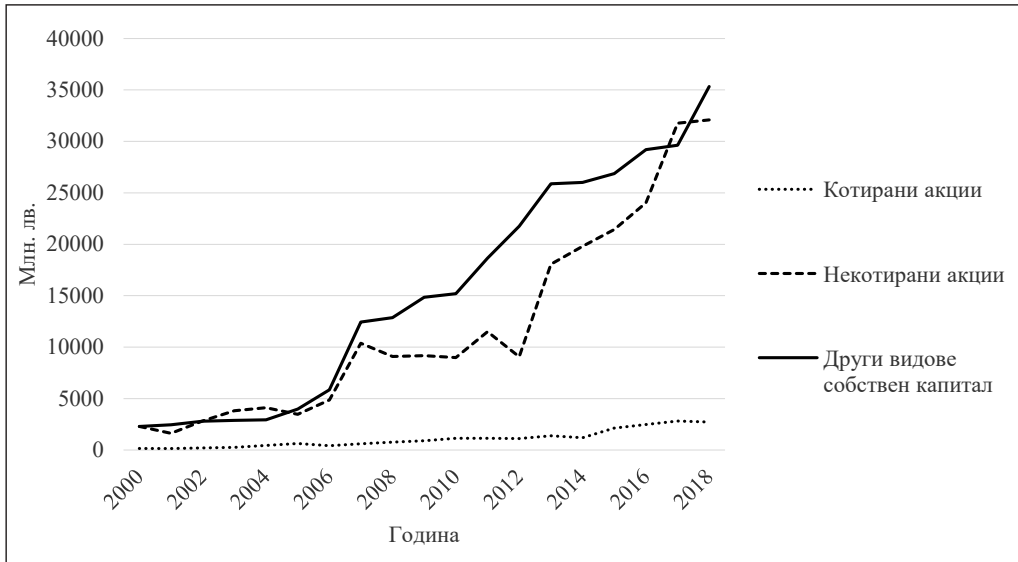
Фиг. 1. Разпределение на финансовите активи на домакинствата по финансови инструменти

Източник: НСИ.

През 2000 г. депозитите в банки са формирали 46.8% от финансовите активи на домакинствата, а през 2018 г. – 34.3%. Това намаление отчасти се дължи на увеличението на дела на собствения капитал – от 43.2% на 46%. Тази тенденция е положителна, но незадоволителна – с по-малко от 3%. Но кои са другите фактори, допринесли за намаление на дела на спестяванията с повече от 12%? Първият очевиден заподозрян са застрахователните, пенсионните и стандартните гаранционни схеми. При тях нарастването на относителния дял на финансовите активи е от 1.4% на 10.6%. Налице е и незначително нарастване на дълговите финансови инструменти от 0 на 0.3%, както и на акциите на инвестиционните фондове – от 0% на 0.1%.

Динамиката на структурата на активите на домакинствата навежда на извода, че през последните 20 години липсват дълбоки структурни промени от косвено финансово посредничество към пряко такова. Намалението на относителния дял на спестяванията на населението е заместено от увеличение на застрахователните, пенсионните и стандартните гаранционни схеми, като основната причина за това е въвеждането на задължително пенсионно осигуряване на капиталово-покривен принцип за родените след 01.01.1960 г. Така след 20 години на пазарен преход домакинствата продължават да предоставят инвестициите си за управление от финансовите посредници – банки и пенсионни фондове, вместо да вземат самостоятелни инвестиционни решения. Все пак тенденцията на увеличение на относителния дял на собствения капитал е положителна, но откъде идва това увеличение?

Фигура 2 показва динамиката на финансовите активи на домакинствата в котирани и некотирани акции и други видове собствен капитал. Увеличението на относителния дял на собствения капитал на домакинствата може да се отдаде основно на нарастването на некотираните акции и другите видове собствен капитал. Некотираните акционерни дружества са вид „затворени“ дружества, при които липсва вторичен пазар за публично инвестиране. При това условие те може би не са отворени за всеки, който би заплатил цената на акциите.³ Това още в по голяма степен важи за останалите форми на капитал, повечето от които имат формални изисквания за съгласие от всички съдружници при приобщаването на нов съдружник.



Фиг. 2. Разпределение на собствения капитал на домакинствата по видове

Източник: НСИ.

Разбира се, крайни държатели на целия капитал в страната (освен държавата), в една или друга степен, са домакинствата. Едни или други домакинства или частни лица са собственици на фирмите, финансовите посредници застрахователните и пенсионните дружества и т.н. Тук във фокус са обаче обикновените домакинства, чийто членове са работници и служители, дори и собствениците на малък бизнес и самонаетите, които не са собственици на едър индустриален, търговски или финансов капитал.

3. Доходност на инвестиционните алтернативи

3.1. Инвестиционни алтернативи

Едно от възможните обяснения за високия относителен дял на спестяванията – в сравнение с директното инвестиране на капиталовите пазари в България, е вероятно да се крие в доходността и риска на наличните инвестиционни алтернативи.⁴ През последното десетилетие, особено в годините 2002 – 2005, наборът от инвестиционни алтернативи, достъпни за българския инвеститор, нараства значително.

Една от най-масовите форми за инвестиране в България все още е влагането

на свободните парични средства под формата на спестовни влогове или депозити. При тази форма вложителят предоставя на банката паричен ресурс срещу обещанието да получи определен лихвен процент. Пазарният аналог на депозитите са инструментите на паричния пазар, от които единствено популярни са съкровищните бонове на държавата. От останалите инструменти на паричния пазар има една единствена емисия на комерсиални книжа (commercial paper). През 2000 г. ING Bank⁵ организира първата по рода си в България емисия на краткосрочни дългови книжа на стойност 20 милиона лева в рамките на 3-годишна програма от името на „Солвей Соди“. Инструментът е 6-месечен запис на заповед, осигуряващ на инвеститорите една разумна надбавка над доходността на съответните държавни ценни книжа. Тази емисия обаче се издаде по метода на частното пласиране и следователно беше недостъпна за обикновения гражданин.

Като инструменти на капиталовите пазари облигациите и акциите придобиват популярност през периода 2003 г. – 2007 г. Корпоративните облигации се радват на още по-висока популярност през последните години в България. Емитентите (длъжниците) могат да бъдат: държавата – т.нар. държавни ценни книжа (ДЦК); общинските органи на управление – общински облигации; фирмите – корпоративни облигации, и банките – ипотечни облигации.

Облигациите са ликвиден финансов инструмент и могат бързо да се трансформират в пари чрез продажбата им на пазара по текущи цени. В Република България най-голям дял от облигациите заема държавният дълг. ДЦК са познати и се ползват като инструмент от банките, пенсионните, застрахователните и инвестиционните дружества, населението. Въпреки нарасналите си размери общинските, корпоративните и банковите облигации не могат да се приемат за алтернатива на лични инвестиции поради факта, че последните се предлагат основно като частно пласиране на застрахователни дружества, ПОД, банки и други едри инвеститори. Такава недостъпност за обикновения инвеститор имат и т.нар. „глобални облигации“, които през 2002 г. заменят по-голяма част от брейди облигациите, а в последно време стават стандартен метод за финансиране на държавния дълг.

През периода 2001 г. – 2007 г. най-шумно развитие претърпява фондовият пазар и по-специално търговията с акции, последвана от развитието на колективните инвестиционни схеми. Такива са взаимните фондове от отворен тип, договорните фондове и дружествата със специална инвестиционна цел (АДСИЦ). Взаимните фондове в България се появяват след масовата приватизация. В началото над половината клиенти в тях са от времената на безплатните ваучери – например „Златен лев“, който от бивш приватизационен фонд се трансформира в дружество от отворен тип. Някои от първите договорни фондове в България са

лицензирани от Комисията за финансов надзор (КФН) в средата на 2005 г. – „Ти Би Ай Динамик“, „ДСК Стандарт“ и „Сентинел Принсипал“. Това става възможно благодарение на промените в Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) през май 2005 г. В България законът за АДСИЦ се приема през 2003 г. Тези дружества позволяват на инвеститорите да включват в портфейлите си финансови инструменти с „нови профили на риск и възвръщаемост“. АДСИЦ могат да емитират акции и облигации, обезпечени с вземания или с недвижими имоти, които генерират доход. Към 31 декември 2007 г. общият брой на лицензираните инвестиционни дружества е 11. От тях 2 са от затворен тип (бивши приватизационни фондове, преуредили дейността си като ИД) и 9 – от отворен тип. С новите 26 договорни фонда общият брой на договорните фондове към 31 декември 2007 г. нараства до 60 (КФН 2008). Съгласно *Приложение 14.2.1Д* от Годишния доклад на КФН (КФН 2008) броят на АДСИЦ към края на 2007 г. е 61.

Управляващите дружества отчаяно опитват да привлекат нови инвестиции през последните години. През 2008 г. оперират 101 местни инвестиционни фонда. През 2018 г. броят им нараства на 135. Междувременно 22 фонда прекратяват дейността си (поради недостатъчен капитал под 250 хиляди евро), 54 са новоформиранни (някои от които прекратяват дейността си впоследствие) и 3 са обединени с други съществуващи фондове. За периода 2015 г. – 2019 г. равнопоставената възвръщаемост на инвестиционните фондове е по-ниска както от индекса Sofix на БФБ, така и от лихвения процент по срочните депозити на домакинствата (Jordanov 2020).

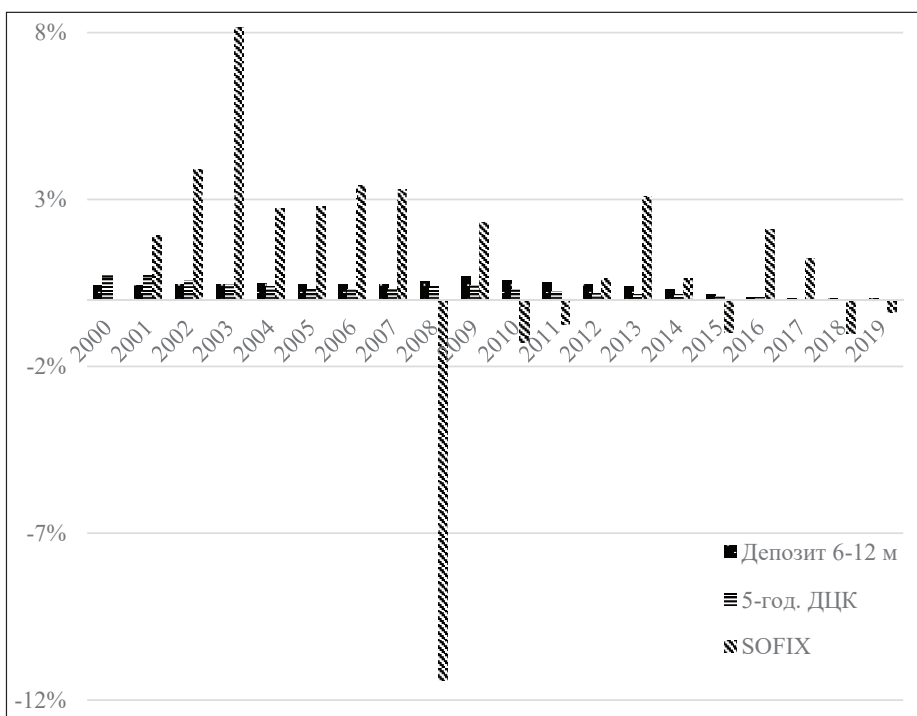
Така, с малки изключения,⁶ наличните алтернативи в България извън банковите депозити пред индивидуалните непрофесионални инвеститори могат да се сведат до държавни облигации, акции на БФБ и портфейли на колективни инвестиционни схеми, в т.ч. АДСИЦ. Не бива да се игнорира обаче и една традиционна област на инвестиране от страна на обикновения българин – недвижимите имоти.

3.2. Доходност на банковите депозити, индекса SOFIX и ДЦК

Нека характеризираме доходността и възвръщаемостта на най-предпочитания у нас инвестиционен инструмент – банковите депозити, сравнена с тази на индекса SOFIX и ДЦК на местния пазар. На фигура 3 са показани номиналната месечна доходност на 6- – 12-месечни срочни депозити, 5-годишни ДЦК от 2000 г. до 2019 г. и индексът SOFIX (от 2001 г.). До 2009 г. банковите депозити поддържат високи нива, като пикът е именно през 2009 г. – 0.69% на месечна база. Впоследствие започва плавно намаление, за да се стигне до 0.02% на месечна база през 2019 г. Ако се отчете официалната инфлация, измервана с индекса на потребителските цени на НСИ, то средномесечната доходност от дългосрочни

банкови депозити е 0.02%. Възможно е да предположим, че при срочни депозити с период от 3 месеца и по-къс поради по-ниските номинални лихвени нива, реалната доходност би била отрицателна. Но дори и при 6-/12-месечни депозити реалната доходност за 2017 г. – 2019 г. е отрицателна. Очевидно лихвените проценти по банковите депозити не стимулират спестяванията/инвестициите. Така основната причина за тяхното нарастване са високата степен на риск избягването и стремежът към 100% сигурност.

Що се отнася до държавните ценни книжа – там номиналната доходност е дори по-ниска от тази на срочните депозити, с изключение на периода 2000 г. – 2003 г. След отчитане на инфлацията средномесечната доходност на 5-годишните ДЦК за целия период е отрицателна – -0.02%. Емисионната дейност на държавата, особено след 2016 г., е слаба, със значителни прекъсвания и дупки в матуриретната структура. Странно е предпочитането на международните финансови пазари пред местния финансов пазар, особено след като последният отчаяно търси достойна доходност.



Фиг. 3. Доходност на месечна база на срочни депозити, 5-годишни ДЦК и индекса SOFIX

Източник: БНБ, БФБ, авторски изчисления.

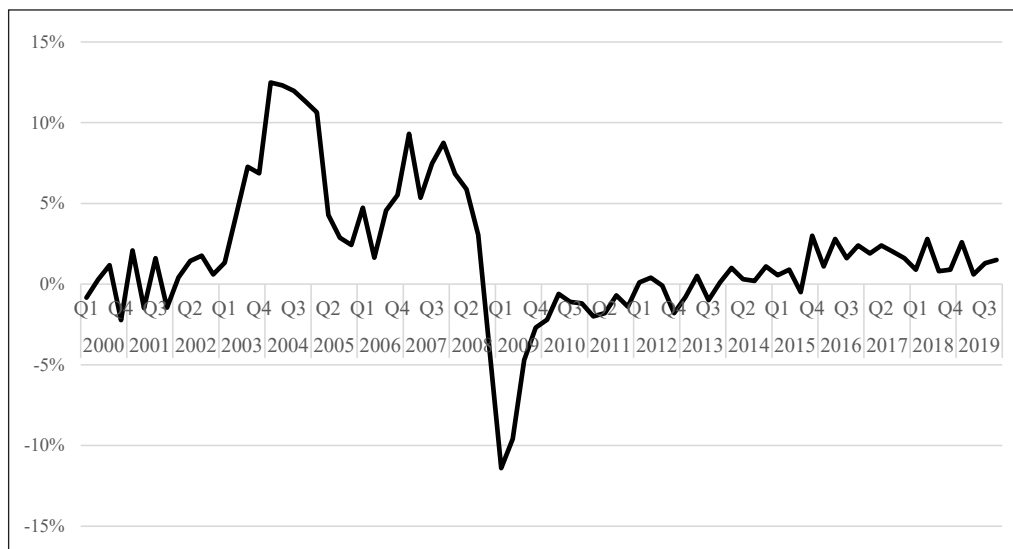
Още по-странното е как след големите успехи на постигнати рекордно ниски разходи (доходност) на международните емисии последните се търгуват с премиум. Така например емисия XS2234571771, Bulgaria 1,375% 23.09.2050 г., с номинална стойност 1250 млн. евро, при индикативна доходност 1.476%, емитирана на 23.09.2020 г., три месеца по-късно (22.12.2020 г.) вече се търгува на цена 103.48%⁷ от номинала. Какво означава това? Ако купувач е закупил облигация по нейната емисионна цена (97.566), след три месеца би могъл да я продаде за 103.48. Това означава доходност на годишна база от 24.29%!

Облигациите, търгувани на международните пазари, обикновено се изкупуват преобладаващо от международни инвеститори. Странно е, че доходността на международните пазари е значително по-висока от тази на вътрешния дългов пазар. Така например от проведените през 2020 г. аукциони за ДЦК доходността на държавни облигации с матуритет 5 и 10.5 години варира от -0.14% до 0.55% годишно. Дори да отчетем факта, че емисия XS2234571771, Bulgaria 1,375% 23.09.2050 г. е с по-висок матуритет (30 г.), то диференциалът в доходността е непропорционален.

Основните инвеститори на пазара на държавни облигации са търговските банки, застрахователните и пенсионноосигурителните дружества. И докато за първите мотивът да приемат подобна доходност е ясен (иначе поради регулативни съображения могат да понесат още по-ниска доходност), то за застрахователните и пенсионноосигурителните дружества той не е такъв. Оказва се, че вместо да реализират доходност върху пенсионните партии, бъдещите пенсионери финансират държавното управление безвъзмездно. Освен това остава отворен въпросът каква е причината търговските банки, застрахователните и пенсионноосигурителните дружества да не предпочетат емисиите на външен дълг вместо тези на вътрешен такъв?

3.3. Цени (доходност) на инвестиции в жилище

Последната инвестиционна възможност, чиято доходност ще разгледаме, са инвестициите в недвижими имоти. Недвижимите имоти не са финансов инструмент, но и те, както акциите и облигациите, са капиталово несигурен актив – т.е. инвестициите в тях могат да доведат до капиталови загуби. Фигура 4 показва изменението на средните цени на жилищата на национално ниво на тримесечна база за период от 2000 г. – 2019 г.



Фиг. 4. Изменение на цените на жилищата на тримесечна база

Източник: НСИ. Индекси на цени на жилищата, национално ниво.

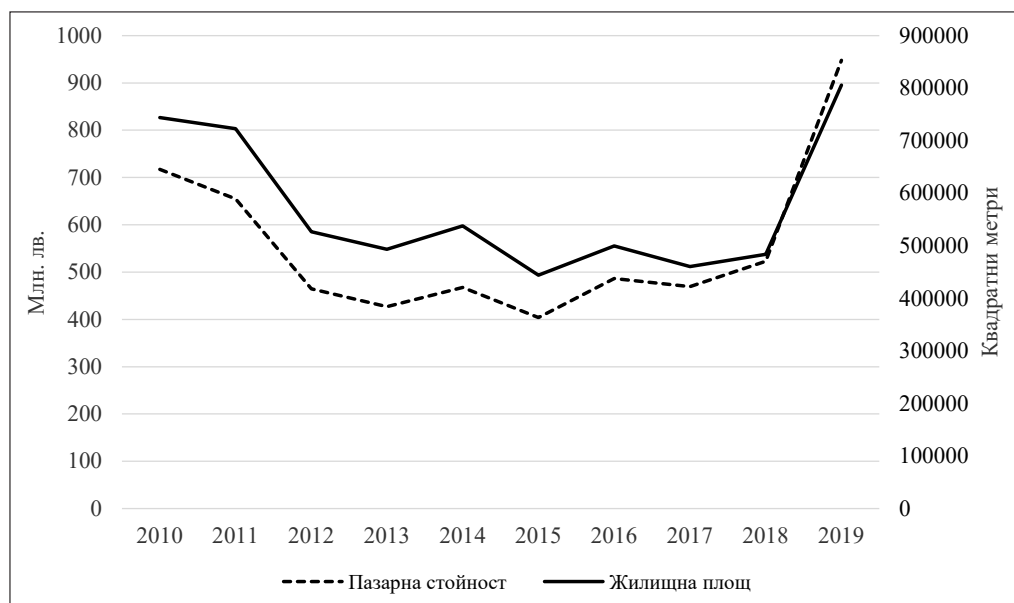
Инвестициите в недвижими имоти (жилища) носят най-висока доходност през периода преди влизане на България в ЕС – 2003 г., 2004 г., 2006 г. и 2007 г. Рекордът е през първото тримесечие на 2004 г., когато нарастването на цените е 12.5%. През този период нарастването на цените на жилищата е в унисон с динамиката на останалите показатели – БВП, растеж на индекса SOFIX, рекордно намален остатък по външния дълг. Не на последно място – високи очаквания от бъдещото приемане на страната в ЕС. За този период е факт и масовото закупуване на имоти от чужденци, чиято щедрост е до голяма степен фактор за образуването на спекулативен балон. Независимо от факта на присъединяването, световната финансова криза от 2008 г. попарва пазара на недвижими имоти и, видно от фигура 4, цените им се понижават 1.78% средномесечно, или 21.4% на годишна база.

Тенденцията на спад в цените на жилищата е прекъсната през 2014 г., като за периода 2015 г. – 2019 г. те предлагат по-добра доходност от банковите депозити и ДЦК, както и от индекса SOFIX, осреднено за периода. Но дали това не е нов ценови балон?

Според данни на НСИ броят на жилищата в страната е 3971 хил., като в градовете те са 2664 хил. Същевременно една трета от жилищата у нас пустеят. 24% от жилищата в София са необитаеми. Въпреки постоянната миграция към големите градове в страната, все още броят на наречените „тъмни прозорци“

остава голям. Близко 50% от жилищата в Софийска област са необитаеми, във Варна процентът им стига до 30%, а в Пловдив – 26%. В големите градове необитавани са средно една четвърт от жилищата, но в селските райони процентът е далеч по-висок – над 40 (Национално сдружение на недвижимите имоти 2018).

Същевременно инвестициите в жилища бележат растеж през последните години както по обем, така и по стойност, видно от фигура 5.



Фиг. 5. Пазарна стойност и жилищна площ на нововъведени жилища (2010 г. – 2019 г.)

Източник: НСИ. Полезна площ и средни цени на въведените в експлоатация новопостроени жилища, авторски изчисления.

Не бива да преувеличаваме привлекателността на недвижимите имоти поне поради две причини – висока специфичност и ниска ликвидност на тези активи. Като се има предвид, че пред инвестирането в недвижима собственост съществуват бариери, тъй като тя не е делима и е необходим висок праг на инвестицията, то е странен фактът, че населението влага повече средства в реална недвижима собственост, отколкото в акции. Една от възможните причини за това е, че недвижимата собственост е еднолична, докато акциите са колективна форма на собственост на обособен физически актив. За такава колективна форма е изключи-

телно важно съсобствениците да си имат доверие, както и увереност в бъдещите перспективи на икономиката.

Заклучение

Обобщено, липсата на атрактивни инвестиционни алтернативи на финансовите пазари, отрязаният достъп за индивидуални инвеститори на външния дълг на страната, липсата на възможност за отваряне на инвестиционна банкова сметка за инвестиране на международните пазари, а може би и ниското доверие, както и социално-културните черти, карат индивидуалния инвеститор да предпочете сигурността на недвижимата собственост пред волатилността на финансовите пазари.

На база на данни от 2014 г. на приходната агенция на САЩ, Chien и Morris установяват, че около 8% от декларираните доход от 10 до 25 хил. USD, 20% от декларираните доход от 50 до 75 хил. USD, 40% от декларираните доход от 100 до 200 хил. USD и 80% от декларираните доход от 500 до 1000 хил. USD инвестират на фондовата борса. (Chien, Morris 2017). Haliassos (2003: 32), докладва за европейските пазари, че повечето домакинства не притежават акции – въпреки по-високата очаквана възвръщаемост на акциите, отколкото тази на безрисковите активи.

Неспособността на съвременната портфейлна теория да обясни ниското ниво на индивидуално участие на фондовата борса е известно като „загадката на участието“ (participation puzzle). Често срещано обяснение на този пъзел е индивидуалната цена за участие, която включва както парични, така и непарични разходи. Паричните разходи са сравнително ясни, като включват таксите за трансакции или посредничество. Непаричните разходи се определят най-общо като когнитивни и времеви разходи за проучване на инвестиционния обект или анализ на предишния опит на фондовите пазари. Разходите за участие, особено непаричните разходи, могат да варират значително сред населението.

Въпреки че подобни изследвания не са налични за България, имайки предвид ниският медианен доход в страната, както и силното неравенство при неговото разпределение, е логично да се предположи висока степен на неучастие. В тази връзка Мавров (2015) установява, че в България от 2006 г. подоходното неравенство и след социалните трансфери започва да нараства и надхвърля с 5 пункта средното за ЕС. За периода 2000 г. – 2013 г. увеличението на Джини коефициента е с повече от 10 пункта, като нараства от 25 до 35,4.

Прилагайки регресионен анализ, Mauricas, Darskuvienė и Marinicevaite (2017) установяват, че липсата на финансова грамотност, ниската толерантност

към риска и липсата на доверие във финансовите институции са трите ключови фактора, обясняващи пъзела за участие на фондовия пазар в Литва, докато високите инвестиционни такси, високите очаквания за възвръщаемост на фондовия пазар или слабо развитите местни капиталови пазари нямат съществен ефект.

Последната констатация би трябвало да бъде от особен интерес за създателите на макропруденциална политика, тъй като повишаването на финансовата грамотност на домакинствата и нарастващото доверие във финансовите посредници вероятно биха довели до по-голямо участие на фондовия пазар за сметка на инвестициите в местния пазар на недвижими имоти. По този начин не само ще се подобрят диверсификацията и ликвидността на портфейла на домакинствата, но и потенциално ще се смекчат циклите на бум и срив на недвижимите имоти.

Разширяването на инвеститорската база на корпорацията следва да бъде политика на корпорацията – например чрез предлагане на акции на работниците и служителите. Схемите за акции на работниците и служителите могат да се реализират като: работодателят предоставя безплатни акции като бонус; се придобият по преференциална цена; се реинвестират дивидентите в закупуване на акции.

Освобождаването от индивидуален подоходен данък в размер на до 1000 лв. годишно би стимулирало личните инвестиции в България и би спомогнало за разводняване на концентрираната собственост, като така се стимулира отговорното акционерство. Последното може да бъде повлияно положително, ако се промени настоящото данъчно третиране на капиталовите изгоди, които са необлагаеми, за разлика от доходите от дивиденди.

В допълнение, засилването на ролята на независимите директори, стимулирането на кумулативното гласуване, както и мерките за смекчаване на проблема принципал-принципал в корпоративното управление на публичните дружества би следвало да се отразят на възвръщаемостта на фондовия пазар, респективно – да привлекат широк кръг от инвеститори.

Бележки

¹ Свидетелство за доминиращото положение на банковата система е признанието в публикация на Обединена българска банка (ОББ), че: „Когато стане въпрос за събиране на вземания на банки, често изтъквано тяхно предимство е възможността им бързо да вадят изпълнителен лист срещу длъжника си.“ (ОББ 2015).

² Разбира се, банките имат право на банкова тайна, след като собствениците им се обвързват с капитал, който в случай на фалит има последна поредност на изплащане. Държавата е длъжна да въведе административна задължителност при

пенсионното осигуряване и застраховане на определени събития от висока обществена значимост, каквато е застраховка „Гражданска отговорност“ на водачите на МПС към трети лица. Проблемът е защитата на интересите на потребителите на тези финансови услуги (инвеститорите), а именно – дали високоплатените „експерти“ и „специалисти“ оправдават възнагражденията си. Дали средствата на пенсионните фондове, инвестирани на БФБ и други борси, са „разумно“ насочени? (Nelson 1970) дефинира два типа стоки. Такива, чието качество може да бъде оценено в момента на закупуване, стоки на търсенето (search goods), и стоки, чието качество се оценява едва след като са потребени – стоки на опита (experience goods). Финансовите продукти и услуги най-общо се отнасят към втората категория. Задължителната застраховка „Гражданска отговорност“ е именно такава финансова услуга – плащаш сега, а качеството се оценява впоследствие. За гарантиране и защита правата на потребителите на финансови услуги в редица страни са изградени органи, в чийто състав са включени независими експерти. У нас такива липсват или техните функции са поверени на Комисията за финансов надзор.

³ Тук възникват много въпроси от рода на: как даден акционер може да се „освободи“ от инвестицията си, възможно ли е да предложи акциите си на всеки желаещ или първо следва да ги предложи на съществуващите акционери? Ако последното е вярно, то как се преодолява конфликт, ако външен инвеститор предложи по-добра цена от тази на съществуващите акционери? Формално акционерът може да продаде акциите си на всеки инвеститор, но как би се почувствал този инвеститор в неприятелската среда на съществуващите акционери, неприят от тях.

⁴ По-високата възвръщаемост на капиталовите пазари не може сама по себе си да конституира парадокс. Риск отбягващите инвеститори биха приели инвестиция със значително по-ниска възвръщаемост, но с по-висока степен на сигурност. Обемът на това изследване не предвижда анализ на склонността на българските инвеститори към риск, а приема известните постулати в тази област, а именно:

- хората като цяло са риск отбягващи;
- с нарастване на богатството степента на риск отбягване намалява.

⁵ <http://www.ing.bg/wbdisplaybg.aspx?page=market#5>

⁶ Тук включваме възможностите за инвестиране в доброволни пенсионни фондове (ДПФ) и спестовна застраховка „Живот“, които до определени размери дават възможност за намаляване на данъчната основа. Тези схеми, от една страна, целят покриването на определени рискове срещу заплащането на определена премия и не би следвало да се третираат по същността си като „инвестиционни“

алтернативи. От друга страна, същинската инвестиционна дейност на тези алтернативи не е по-различна от тази на която и да е колективна инвестиционна схема.

⁷ Luxembourg Bourse.

Използвана литература

1. Ando, A., Modigliani, F. (1963). The life cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53, pp. 55 – 84.
2. Beck, Th. (2000). Impediments to the Development and Efficiency of Financial intermediation in Brazil. *World Bank Working Paper*, Washington D. C.
3. Bronfenbrenner, U. (1979). *The ecology of human development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
4. Chien, Y.L., Morris, P. (2017). Household Participation in Stock Market Varies Widely by State, Federal Reserve System St. Louis, Regional Economist, August 18, 2017. <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/household-participation-in-stock-market-varies-widely-by-state> (Accessed: 9/01/22).
5. Chuppe, T., M. Atkin (1992). Regulation of Securities Markets: Some recent trends and their Implications for emerging Markets. *Policy Research Working Papers (Economics)*, The World Bank, WPS 829.
6. Danthine, Jean-Pierre and Donaldson, J. (2005). *Intermediate Financial Theory*, 2nd Edition - July 19, 2005 pp. 76-77.
7. Du R.Y., Kamakura W.A. (2006). *Household Life Cycles and Lifestyles in the United States*, *Journal of Marketing Research*, Vol. XLIII (February 2006), pp. 121 – 132.
8. European Commission (2017). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social committee and the Committee of the regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, Brussels, 8.6.2017 COM (2017) 292 final. (https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf, (Accessed: 9/01/22).
9. Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and development*. New Haven CT: Yale University Press.
10. Haliassos, M. (2003). Stockholding: Recent Lessons from Theory and Computations, in *Stockholding in Europe*, Springer Link.
11. Hayek, F. (1945). The Use of Knowledge in Society. // *American Economic Review*, Vol. XXXV, № 4; September, pp. 519 – 530.
12. Jordanov, J. (2020). Bulgarian Investment Funds Return Profile – Fund Type, Asset Manager, Fund’s Size and Management Fees. *Economic Science, Education and*

the Real Economy: Development and Interactions in the Digital Age : Proceedings of the Jubilee International Scientific Conference dedicated to the 100th anniversary of the University of Economics - Varna : Т. 1, Varna : Science and Economics Publ. House, 1, 2020, pp. 419 – 430.

13. Kumar, M., R. Feldman (1995). Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns. The World Bank Research Observer.

14. Kumar, P., G. Tesetsekos (1999). The Differentiation of Emerging Equity Markets. // Applied Financial Economics, № 9, pp. 443 – 453.

15. Mauricas, Z., Darskuviene, V. and Marinicevaite, T. (2017). Stock Market Participation Puzzle in Emerging Economies: the Case of Lithuania, Organizations and Markets in Emerging Economies, 2017, vol. 8, issue 2.

16. Nelson, P. (1970). Information and Consumer Behaviour. // Journal of Political Economy, № 78, pp. 311 – 329.

17. Shefrin, H. M., & Thaler, R. H. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. Economic Inquiry, 26, pp. 609 – 643.

18. Георгиев, Л. (2001). Банкови системи. Варна: Стено.

Georgiev, L. (2001). Bankovi sistemi. Varna: Steno.

19. Георгиев, Л. (2004). Институционална структура на финансовото посредничество. Автореферат. Варна.

Georgiev, L. (2004). Institutsionalna struktura na finansovoto posrednichestvo. Avtoreferat. Varna.

20. Комисия за финансов надзор (КФН), (2008). Годишен отчет за дейността през 2007 година. http://www.fsc.bg/media_center/files/Annual_Report_2007.pdf. (Accessed: 21/06/08).

Komisiya za finansov nadzor (KFN), (2008) Godishen otchet za deynostta prez 2007 godina.

21. Мавров, Х. (2015). Доходно неравенство: глобални, регионални и национални измерения. / Икономиката в променящия се свят: национални, регионални и глобални измерения: Сб. докл. от междунар. науч. конф. : Т. 1. - Варна : Унив. изд. Наука и икономика, 2015, с. 292 - 300.

Mavrov, H. (2015) Dohodno neravenstvo: glabalni, regionalni i natsionalni izmereniya. // Ikonmikata v promenyashtiya se svyat: natsionalni, regionalni i globalni izmereniya: Sb. dokl. ot mezhdunar. nauch. konf. : T. 1. - Varna : Univ. izd. Nauka i ikonomika, 2015, s. 292 – 300.

22. Национално сдружение на недвижимите имоти (2018). 24% от жилищата в София са необитаеми, <https://nsni.bg/>, (Accessed: 20.01.21).

Natsionalno sdruzhenie na nedvizhimite imoti (2018). 24% ot zhilishtata v Sofiya sa neobitaemi.

23. ОББ (2015). Бюлетин за клиентите, #2, м. юни. https://theagency.bg/wp-content/uploads/2017/12/Journal_issue-BG.pdf, (Accessed: 20.01.21)
ОББ (2015) Byuletin za klientite, #2, м. юни.

**THE CAPITAL MARKET AS AN ALTERNATIVE
FOR PERSONAL INVESTMENT**

Jordan JORDANOV

Abstract

The aim of the article is to review the investment alternatives that are opened to households, their historical profitability and the dynamics of the investment portfolio. The object of study is personal investments in Bulgaria, and the subject - the attractiveness of the capital market, compared to other investment alternatives. The reasons for the high degree of allocation of personal investments in low-income bank deposits are analyzed. In order to boost the share of personal investments in the capital markets requires a set of measures related to economic growth and capital markets, improving the corporate governance of public companies, mitigation of income inequalities, as well as tax incentives.

Keywords: personal investments, portfolio choice, profitability, capital markets.