

80 години от основаването на катедра „Финансова наука“ в ИУ - Варна

Финансовата наука – между догмите и реалността

Сборник с доклади от
научна конференция



Издателство „Наука и икономика“
Икономически университет - Варна

**ФИНАНСОВАТА НАУКА –
МЕЖДУ ДОГМИТЕ И
РЕАЛНОСТТА**

**Сборник с доклади от научна
конференция**

2017

**Издавателство „Наука и икономика“
Икономически университет – Варна**

ОРГАНИЗАЦИОНЕН КОМИТЕТ

Председател

проф. д-р Стефан Вачков, ръководител на катедра
„Финанси“ в Икономически университет – Варна

Членове

доц. д-р Любомир Георгиев
доц. д-р Димитър Рафаилов
доц. д-р Христина Благойчева
гл. ас. д-р Александрина Панчева
гл. ас. д-р Недялко Вълканов
д-р Красимира Найденова
ас. Милена Бенева
ас. Мирена Трифонова

Публикуваните доклади не са редактирани и коригирани.
Авторите им носят пълна отговорност за съдържанието,
оригиналността и за грешки, допуснати по тяхна вина.

ISBN 978-954-21-0919-8

СЪДЪРЖАНИЕ

ДИГИТАЛНИ РЕФЛЕКСИИ ВЪРХУ СТРАТЕГИЧЕСКИЯ БАНКОВ МЕНИДЖМЪНТ	5
ПЪРВА ДИСКУСИЯ	23
ДАЛИ ВИНАГИ Е ИЗГОДНО ДА СИ ЧЛЕН НА ЕС? ЗА ФАЛИТА НА БАНКА КТБ И ЕДНА СЪБЪРКАНА ДИРЕКТИВА НА ЕС	39
ЗА МОНЕТАРНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА ДЪРЖАВНИТЕ БЮДЖЕТИ – МЕЖДУ ДОГМАТА И РЕАЛНОСТТА.....	48
НЯКОИ АСПЕКТИ В ОБУЧЕНИЕТО ПО „ФИНАНСОВ МЕНИДЖМЪНТ“ С ЕРАЗЪМ И ЧУЖДЕСТРАННИ СТУДЕНТИ. 61	
ВТОРА ДИСКУСИЯ.....	74
ИРАЦИОНАЛНОТО ПОВЕДЕНИЕ ПРИ ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ В УСЛОВИЯТА НА РИСК И НЕОПРЕДЕЛЕНОСТ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ.....	82
ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА ВЪРХУ ПАЗАРНАТА ЕФЕКТИВНОСТ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА	95
ИЗГЛАЖДАНЕ НА ДОХОДИТЕ, ИНФОРМАЦИОННА НЕОПРЕДЕЛЕНОСТ И ВЪЗВРЪЩАЕМОСТ НА АКЦИИТЕ	113
ESG ДЕТЕРМИНАНТИТЕ НА ЧАСТНИТЕ ПЕНСИОННИ ИНВЕСТИЦИИ.....	129

ОБЛАГАНЕТО НА ХАЗАРТА ОТ РАЗСТОЯНИЕ – ТРАНСФЕР НА ДАНЪЧНИ ФОРМИ И ПРАВИЛА ВЪВ ВИРТУАЛНАТА РЕАЛНОСТ	146
ПРИХОДЕН ПОТЕНЦИАЛ НА ДАНЪЦИТЕ ВЪРХУ СОБСТВЕНОСТТА.....	163
ИНОВАЦИИТЕ В БАНКИРАНЕТО – МИНАЛО И НАСТОЯЩЕ	182
ТРЕТА ДИСКУСИЯ	194

ДИГИТАЛНИ РЕФЛЕКСИИ ВЪРХУ СТРАТЕГИЧЕСКИЯ БАНКОВ МЕНИДЖМЪНТ

Проф. д-р Стефан Вачков
Икономически университет - Варна

Резюме: *Дигитализацията неумолимо диктува нови „правила на играта” на всяко ръководство, което желае да превърне своята банка в динамична екосистема, интегрираща дигиталните технологии и човешкото „докосване”. Решаването на тази амбициозна, но изключително трудна задача изправя висшите банкови институции пред редица въпроси. В следващото изложение се излагат становища за подходите при решаване на два от тях. Първо, как, въпреки своята традиционна инертност към иновационната проблематика, висшите институции в банките ще дефинират адекватна стратегия за „дигиталното пътуване”. Второ, какви са последствията на дигиталната трансформация върху бизнес моделите на кредитните институти.*

Симбиозата между физическия контакт и дигиталните услуги (digital + physical) е „субстратът” на съвременната дигитална революция („Digital Revolution”)¹, която е смисълът на прехода към „бионичната банка”. С това понятие се определят всички кредитни институти, които предлагат атрактивни комбинации между дигитална функционалност (за бързина и удобство) и грижовно човешко общуване съобразно нуждите на клиента (Walsh et al. 2015).² С други думи, бионичната банка е

¹ Rigby, Tager 2014: 1.

² Според други „Банките трябва да определят ясно дигиталния дневен ред и да селектират правилните инвестиции между „стани дигитален” и „бъди дигитален” и след това да изберат опциите в рамките на всяка – от това коя

печелившата симбиоза между дигиталната банка и човешкото докосване, която „ще преодолее наследството от миналото (структурни подразделения, технологична комплексност) и ще върне предимствата на доброто наследство (опит, дълголетие, фамилиарност с фирмената марка и доверие).”³

Първата предпоставка за успеха на тази трансформация е ясната *холистична визия* на ръководството за дизайна и технологията на промяната, трасиращи пътя на дигиталните инициативи в рамките на институционалната организация. Техният „интелектуален двигател” е *технологичното лидерство*. „Вие не можете да създадете дигитална визия, ако не разполагате с лидери, които разбират от дигитализация. В действителност (...) причината, поради която повечето банкови лидери избягват да променят основните системи е, че те не разполагат с визия (...) Повечето CIOs директори не са там, за да дадат визия; те са там, за да запазят светлините и да поддържат системата (особено след като 80% от техния бюджет се изразходва точно за това). Така че кой ще създаде дигитална технологична визия, ако в стаята има само банкери и никой не ги провокира?” (Skinner 2016).

На тази основа може да се дефинира *адекватна*, но „*шизофренна*” *стратегия*, съгласно която постоянните иновации трябва „да запазят съществуващото статукво колкото е възможно дълго и същевременно да го заменят чрез радикални нови събития” (Meuer 2015). Същата трябва да изразява *радикалната промяна* в мисленето и поведението на банковите ръководства. Те трябва да осъзнаят, че банковият бизнес не е джубокс с

бизнес платформи да приоритизират и трансформират (“phygital” - physical and digital transformation), до това кои дигитални бизнес инициативи ще се прилагат и кои ключови процеси ще се дигитализират” (Accenture 2016a: 2).

³ Parmaksizian, Geldard 2015.

множество грамофонни плочи, на всяка от които е записана различна „дигитална мелодия”. Това означава, че дигитализацията не трябва да се предприема за постигане на „частни” оптимизации във всяка сфера - Retail-банкиране, нови технологии и пласментни канали, регулиране, правила за нормативно съответствие, разплащания и т.н.

Очевидно, дигитализацията е нещо *всеобхватно*, на което трудно може да се постави етикет с цена. Първо, тя е *средство за оптимизация* на всички съществуващи ресурси, ключови процеси и на повече бизнес сфери. Така създадените в аналогов свят банки могат да постигнат максимална ефективност на стойностната верига⁴ и да повишават организационната си мобилност. От друга страна, дигитализацията е уникална *бизнес възможност*, защото чрез използването на дигитални активи могат да се създават нови и „ценни” за клиентите услуги, в резултат на което се постига по-добра пазарна диференциация, стимулират се бизнес иновациите и се генерират нови приходи (Andrieux 2015: 7).

Имплицитно ясно е, че за да станат истински дигитални, традиционните банки трябва да предприемат *цялостен подход*, който ще ги трансформира напълно „от край до край” - от структурите, които определят тяхната цел, към процесите, които „захранват” основния им бизнес (Chhahlra 2016: 16). „Комбинацията от дигитално-физически отпечатък, достъп до доверителни клиентски данни и иновативен дух създава готовата платформа за успех. Щом банките изградят гъвкаво здание от блокове на мания за клиента, неконвенционално сътрудничество и адаптивен оперативен гръбнак - те могат да започнат

⁴ Glyptis 2016.

пътуването си” (Accenture 2016b: 3). За да развива „пъргава” дистрибуция и маркетинг независимо от своята специфика, всяка банка трябва да измине четири фундаментални стъпки в дигиталния банковия пейзаж: потвърждаване на собствената ДНК; диагностика на филиална мрежа; „разходка” в обувките на клиентите; тестване и смяна на „сладките петна” в рамките на пазарите, клиентските сегменти, продуктите и услугите (Op. cit.: 3-6).

Банките, считат други, „могат да постигнат баланс между стабилността и ловкостта чрез подхода за изравняване на две скорости. Базата за управление на данните и решенията се развива в обичайните цикли, докато съществените за клиента процеси се изразяват в краткосрочни, итеративни процедури” (Oberle u.a. 2016: 34). За целта операциите в средните и бек-офиси трябва да се адаптират, за да се запази темпото на дигитално преобразуване на фронт-офиса, в резултат на което ще се подобри цялостното клиентско преживяване. От друга страна, за да се повиши тяхната ефективност, бизнес и оперативните процеси трябва да бъдат трансформирани от край до край с помощта на иновативни подходи (Pratz et al. 2016:18). И още по-ясно – разделянето на системите „на фронта” и в бек-офисите трябва да гарантира бързина и подвижност „в началото”, а „в края” - стабилност и ефективност.

Цялостната „терапия” за *дигитално преобразуване* включва гъвкави връзки с клиентите от фронт до бек-офиса и бизнес процеси, отворени за онлайн взаимодействие с клиенти и външни партньори. За целта някои разработват специален план (“Plan D”), базиран върху три „централни принципа” (Nach u.a. 2016: 15): ново мислене и холистично (цялостно) действие към клиента (клиентско ориентирани дигитални решения); опростяване и

стандартизиране на продуктите и процесите; преследване на обща цел. На тази основа се извеждат седем конкретни „стъпки”, представящи технологията на подхода „от край до край”⁵: идентификация на потенциала за дигитализиране, която стартира с „производство” на прости, стандартизирани продукти; дефиниране на цели, базирани върху типизирано клиентско поведение; интегриране на най-важните отговорни организационно-структурни единици (например за продуктово развитие и продажби); развитие, периодично тестване и своевременно адаптиране на устойчива стратегия за дигитализация; поетапно създаване на управляеми работни процеси; модулизиране на продуктово предлагане; осигуряване на непрекъсната (24/7) производствена готовност.

Други лансират четири подхода за дефиниране и успешно въвеждане на дигитална стратегия (Efma, Oracle 2016: 10-27).

Първо, *стартиране на дигитална марка*. От една страна, това може да стане с позициониране на нова, различна от съществуващата досега марка⁶, а от друга – в резултат от разработване на набор от дигитални процеси, които й създават по-добри конкурентни способности с новата дигитална марка⁷.

⁵ Nach u.a.: 14-16.

⁶ Банки като германската *Fidor*, австралийската *UBank* и полската *mBank* целят да позиционират дигиталната оферта в съзнанието на потенциалните клиенти. При това те се конкурират с „чисти” дигитални играчи, които, благодарение на по-ниските си разходи, преследват ценово лидерство в ключови сегменти (Efma, Oracle 2016: 10).

⁷ С помощта на Oracle Banking Digital Experience австралийската *Suncorp Bank* развива дигитален опит чрез три марки. С основната се обработват лични заеми; *Shannons* (марката за застраховане на авто-ентузиаста) се използва за кръстосана продажба на заеми; *AAMI* - за клиенти, сключващи различни видове застраховки: живот, бизнес, имуществена, туристическа и др. (Efma, Oracle 2016: 12).

Второ. Дори без дигитална марка, за да остане конкурентоспособна в днешния дигитален свят, всяка банка трябва да разработи набор от *дигитализирани процеси*. Те покриват такива сфери като завербуване и привличане на клиенти, базирано върху връзките с тях ценообразуване и др.

Трето. *Модеризирането на дигиталния опит* е своеобразен микс от място, дигитални канали, ново и различно клиентско „пътуване” в сферата на обслужването.

Четвърто. *Стартирането на нова дигитална способност* не се разбира толкова като част от собственото интернет банкиране, а по-скоро като някаква нова добавка например създаване на мобилни портфейли.

Позиционирана в центъра на бизнеса, дигитализацията не само ще „революционизира много от нещата, които правим, от финансите през части от операции до това, което се случва с клиента” (McKinsey 2015).⁸ Отивайки „в историята”, стремежът към краткосрочни печалби и императивите за „калибриране” на рисковете ще освободят място за мащабни *целеве инвестиции* в комплексни програми за дигитализация. Те, нека още веднъж да подчертаем, не трябва да се правят самоцелно (заради самите технологии), а с идеята за „придвижване” на банката към едно бъдеще, когато по-голямата част от взаимодействията ѝ с

⁸ „Чудесен пример е трансформацията на нашия потребителски бизнес. Ако се върнете назад и погледнете Citi исторически, тя е много продуктовоцентрирана: Citi ипотека, Citi автомобил, Citi това, Citi онова. А сега тя е много по клиентскицентрирана. Дигитализацията е много влиятелна по отношение на способността ни да погледнем нашите клиенти цялостно, да имаме тази информация и да сме в състояние да набавяме тази информация заедно, така че да можем да видим целия финансов живот на нашите клиенти. Можем да ги обслужват по-добре, можем да им помогнем да вземат по-добри решения и можем да бъдем много по-фокусирани по отношение на продуктите, които предлагаме. Това резонира с тях” (McKinsey 2015).

ключовите *стейкхолдери* ще са дигитални. Така се дава силен тласък на процеси по *демократизиране* на корпоративното ръководство.

Постигането на консенсус за посоката и „скоростта“ на промяната е необходима предпоставка за дефинирането на ясна стратегия за „дигиталното пътуване“. „Очаква се изпълнителните директори да получат цялото върховно ръководство на висшия екип, включително членовете на борда и на С-гарнитурата, движещи се в същата посока и говорещи в същия глас. И първата стъпка в тази посока е да се изясни кой е *собственикът на дневния ред* (к.м. – Ст. В.). От гледна точка на дигитализацията, по-специално, това може да се окаже не проста задача. Изпълнителни директори от коренно различни бизнес звена и функции бързат да предприемат действия и да направят правилните неща, но липсата на координация, в крайна сметка, означава, че никой няма ясна отговорност за изпълнението на цялостната програма” (Kaufman et al. 2015).

В същото време висшето ръководство и топ-мениджмънтът трябва да бъдат *медиатори* в дискусиите по тази тема, като търсят и осигуряват необходимия баланс между становищата на отговорните инстанции за значимостта на различни *критични променливи*: бизнес целите на банката, интересите на клиентите, пътната карта на дигиталната трансформация, критериите и показателите за ефективност. За целта трябва да се установи не само какво е „*изходното*“ им ниво (настоящите дигитални възможности на организацията), но и техния *статус* на всеки етап от дигиталната еволюция на банката.

Реалистичната оценка на институционалния *дигитален капацитет* (включително на равнището на алтернативните разходи за неговото формиране в случай на по-бавно „движение“)

се формира: в резултат на системен анализ; с помощта на референтни показатели⁹; чрез моделиране и сценарий за определяне на необходимото равнище на инвестиции, очакваната печалба и въздействието върху ключови финансови съотношения (Dany et al. 2015). С други думи, „в преддверието на дигиталната трансформация” трябва да се извърши първоначален „фитнес тест” за проверка на дигиталната готовност, „който се базира върху стандартизиран подход за установяване на актуалната „дигитална зрялост” на една банка. Той включва кратък анализ на всички важни измерения като пазари, клиенти, конкуренти, отрасли, организация, процеси, системи и актуалната стратегическа дефиниция. В резултат на това се прави детайлна характеристика на: действителната и възможната планирана ситуация; мерките за нейното постигане; потенциалните рискове от трансформацията и на тези от проявление на изчаквателно поведение” (Bubolz 2016).¹⁰ Необходимостта от приложение на този подход е безспорна, защото – в противен случай – провокираният от липса на иновации „негативен” (*down side*) *risk* „може да бъде значителен, от гледна точка загубата на способност за привличане на нови клиенти, а също и загуба на съществуващи клиенти, доколкото не се отговаря на клиентските

⁹ Като дигитални референтни показатели се предлагат: достъпност на продуктите и дял на активните потребители по всеки канал, функция и продуктови оферти; взаимодействие с клиентите; възможности за плащане, например дигитален портфейл; дигитална „пътна карта”; процедури за идентификация; поддръжка на мобилни устройства. Новите IT показатели са: индивидуалната визия за клиента, продажбите и услугите, автоматизацията на процесите и процесната обработка в реално време (Duthoit et al. 2015).

¹⁰ *Horváth & Partners* определя дигиталната промяна като „разходка” (*Digital Change Journey*), която комбинира методи на модерния мениджмънт на промяната (*Change Management*) с дигитална, мултимедийна комуникация (Hiendlmeier u.a. 2016: 2).

очаквания, едно от доказателствата за което е бавното темпо на промяна в онлайн и мобилните канали” (Kumar et al. 2016: 7).

Всяка дигитална стратегия трябва да има за резултат прецизно изпълнено „дигитално обещание”. То „комбинира ползи „от два свята”: новия клиентски опит, от външна страна, и креативния ефективен оперативен модел, от вътрешна страна – и двата като резултат от дигитализацията и на основни технологии, процеси и структури” (Eistert et al. 2013: 2).

Клиентският опит е функция на „провокираната” от банковото обслужване и разширяваща се във времето клиентска полза. Съществен принос за нейното формиране имат: прозрачните и справедливи цени на продуктите (услугите); непосредственото висококачествено общуване; бързината и сигурността при осъществяване на процесите; богатият спектър на продукти/услуги, за които клиентът е своевременно и коректно информиран и др. Следователно процесите по формиране на клиентския опит трябва да са максимално опростени и по-безпроблемни, а „пътуването” на клиентите в „царството на банкирането” да е съобразено с основните събития от техния живот. Така взаимодействията по линията „клиент-банка” ще се изпълват със съществено (значимо) съдържание. Според някои изследвания „от пет до 10 от най-важните събития на клиента обхващат повече от 70 процента от възможностите на банката да се застъпва за клиентите, така че банките трябва да предвидят тези събития и да създават удоволствие на клиентите в тези „моменти на истината” (Pratz et al. 2016: 17).¹¹ Казано по

¹¹ „Банките, констатираат авторите на цитираната студия, трябва да развълнуват своите клиенти (отново) чрез разработване на „безфрикционен” модел. В повечето банки днес има редица търкания в клиентското пътуване. Други обаче драстично опростяват клиентския опит. Barclays например използва таблети за

друг начин, „Банките трябва да ходят в обувките на клиентите преди да се правят някакви инвестиции - или рискуват възвращаемостта. Ключът тук е да се започне от първия клиентски опит и оттам да се работи назад, за да се направи оценка на нуждите от технологии и изграждане на нов пъргав маркетингов инструментариум” (Accenture 2016b: 6).

Това е сериозно предизвикателство към решените да се противопоставят на редица нови и агресивни небанкови пазарни участници (Google, Amazon, FinTech компании и др.) трезори. За целта те трябва да насърчават и стриктно да осъществяват дигитална маркетингова революция в рамките на техните организации. Първата предпоставка за нейния успех е създаването на *дигитални маркетингови стратегии*, които достигат до разнообразни демографски сегменти. Следвоенното поколение (Baby Boomers) например притежава изключителна покупателна способност, разходвайки за потребителски стоки и услуги зашеметяващите \$400 млрд. на година. Въпреки често „адресираната” към тях липса на афинитет към най-новите технологии, те са технически грамотни, защото прекарват повече време онлайн, отколкото в гледане на телевизия. Така наречените Millennials (поколение Y) и техните следовници (Generation Z) пък имат далеч по-малко „ударна” покупателна сила. По-малко от половината от Millennials имат инвестиционни сметки, но все пак тези по-млади клиенти демонстрират по-силен дигитален афинитет и с течение на времето ще искат повече банкови продукти (DeLaCastro 2016: 9).

откриване на сметки по дигитален път в университетите, докато ING Direct използва само 30 параметъра за оценка на ипотечните заявки” (Pratz et al. 2016: 17).

Базирани върху вътрешни убеждения и прозрения, реализирани в реално време, правилно „адресирани” и възможни за коректно квантифициране, дигиталните стратегии са фундаментална предпоставка за „конструиране” на адекватни *оперативни бизнес модели*.¹² Тяхното дигитализиране има три важни последствия - „безхартиено” банкиране, стандартизиране и пълно автоматизиране на процесите (Ehlerding u.a. 2016: 6-7)¹³. Ръководно начало при създаването им е разбирането, че съвременните информационни технологии са в основата на банкирането, а от друга страна - бързото развитие на клиентските предпочитания. В обозрима перспектива „дигиталните туземци скоро ще представляват по-голямата част от адресируемите банкови клиенти на дребно” (Pratz et al. 2016:16)¹⁴. Съвсем логично е, че тези нови и все по-свързани клиентски генерации ще разчитат предимно на *виртуални взаимоотношения*, базирани върху удобството на контакта и прозрачното ценообразуване.

Развитието на „открита” бизнес архитектура и на гъвкави технологични платформи е от ключово значение за повишаването

¹² На това мнение са 42% от респондентите (банкови топ мениджъри) на *Accenture* (Chakraborty et al. 2016: 4).

¹³ В цитираната студия на *zeb* „COO-Agenda 2020“ две трети (66%) от отговорните за успеха на дигитализацията инстанции (Chief Operating Officers) в 50 водещи европейски банки от 13 страни придават голямо значение на безхартиеното банкиране, а 74% - на процесното автоматизиране. На практика обаче само 20% от банките са предприели процесна стандартизация, в това число 4% напълно и 16% - отчасти. Частичната автоматизация на процесите може да се осъществява със сравнително малки корекции. Пълната процесна автоматизация се счита за „върховната дисциплина” в усилията за постигане на цялостна дигитализация. Напълно автоматизирани в анкетиранияте банки са средно 40% от процесите, а след три години техният дял се очаква да нарасне на 60% (Ehlerding u.a. 2016: 7-8).

¹⁴ Като „дигитални туземци” (“Digital Natives”) се представят учащи се и млади специалисти в първите години на професионалната им кариера (Hoffmann u.a. 2016: 5).

на ефективността и за „конструиране” на *устойчив дигитален бизнес* модел, който „означава, че банката оптимизира своите взаимодействия с клиенти, продукти, процеси и данни около дигиталните технологии. Успешните дигитални банки са привлекателни на предния край и също така са дигитално ефективни на задния край. Те използват мобилни и дигитални технологии за намаляване на разходите за обслужване и, в същото време, тези технологии се използват също така за подобряване на услугите с по-високо докосване” (IBM 2015: 4).

Изборът на бизнес модел е функция от оценката на банковата „дигитална самоличност”. Тя, от своя страна, се параметризира от равнището на институционална гъвкавост и степента на специализация (Accenture 2016b: 3-4). *По-малко гъвкавите* банки извършват бизнес главно чрез физически канали (филиална мрежа) и имат сложна инфраструктура, поради което не могат бързо да реагират на променящите се пазарни условия. Обратно – *много подвижните* банки разчитат повече на онлайн и дигитални канали, ползват социални медии като неразделна част от техния стратегия и са постоянно центрирани сред своите клиенти. Те имат гъвкава инфраструктура, която опростява процесите и подобрява пазарната им адаптивност, благодарение на което могат да постигнат *операционно превъзходство*.¹⁵

¹⁵ Счита се, че Retail банките трябва да го преследват в *четири* насоки. По отношение на *клиентите* то се постига в резултат от: идентифициране на „моментите на истината” за клиента; ефективни продажби и услуги чрез всички канали; активни контакти и подпомагане на клиентите; предоставяне на лесни за покупка, продажба и обслужване продукти с критични функции и незабавна функционалност. Второ, *ефикасни и ефективни процеси* – създаване на дизайн на разбираеми, бързи и „безхартиени” процеси, позволяващи „получаване на нещата от пръв път”, без клиентите да изпитват последствията на закъснения или грешки. Когато изпълнението (услугата) не може да се състои в точката на продажба, банките трябва да имат способността да изпълнят задачата с помощта

„Гъвкавостта е ключов фактор, но (...) само 28 процента от банките имат гъвкави оперативни модели, които постоянно се адаптират към реализация на стратегия и на инициативи, генериращи стойност за организацията. Способността да се поддържат печалби трябва да е на такова ниво, на което не само да се прави формална преценка, но и да се реагира спрямо продължаващия успех на тези трансформации - все още само половината от анкетираните банки (52%) заявяват, че се ангажират официално с преразглеждане на инвестиционния успех” (Chakraborty et al. 2016: 5).

Гъвкавата (първата) *специализирана банка* има хиперцеленасочен фокус и осигурява съвършено различен клиентски опит извън традиционните граници на Retail-бизнеса. В неговата основа е *личният клиентски консултинг*. Но освен че може да предложи финансова помощ и нишови финансови продукти, тя установява междуетраслови екосистемни връзки, за да оферира и *нефинансови* услуги за своите клиенти. С достатъчна критична маса и висока разходна ефективност, гъвкавата *ефективна банка* оперира в Retail-сферата, предлага опростени (разбираеми) продукти/услуги на ниски цени за различни клиентски сегменти, без обаче да „жертва” персонализацията на обслужването и да компрометира своята „евтина” стойностна оферта (Accenture 2016b: 4)

на данни или изображения. Трето, *организационно оптимизиране* - създаване и поддържане на стройна организация с ясен фокус върху продажбите и обслужването с няколко възможни слоя между предната линия и изпълнителите, висока точка на отчетност и минимална бюрокрация. Четвърто, *силни базисни способности* например за непрекъснато подобряване на оперативния модел „от край до край” и на ефективността на разходите чрез намаляване на комплексността, стимули и широки дигитални възможности за оптимизиране, в това число достъпност на продуктите, възможности за плащане и индивидуална „картина” на клиента (Duthoit et al. 2015).

Погледнато строго и логично, нито стартирането на ново мобилно приложение, нито закриването на няколко или дори всички клонове, водят до автоматично трансформиране на традиционната в дигитална банка. „Една истински дигитална банка е построена върху *стойностното предложение* (к.м. – Ст. В.), че повечето продукти и услуги са доставени по дигитален път. Нейните клиенти очакват да използват дигитални канали за ежедневно осъществяване на своите банкови сделки. Инфраструктурата на дигиталната банка е оптимизирана за реално време, дигиталните взаимодействия и нейната култура обуславят бързата промяна на дигиталните технологии” (IBM 2015: 4). *Следователно устойчивият оперативен бизнес модел възползва съвкупността от визия, ценности и способности, представяща стойностната оферта на банката по най-изразителен и убедителен начин.*

Подготовката за „дигиталния старт” включва и оценка на възможностите за постигане на растеж *извън* основния бизнес (Accenture 2015: 7):

- използване на социалните медии за ориентация към специфични пазари например успяващи млади професионалисти;
- лансиране на дигитални портфейли, включващи услуги с добавена стойност;
- предоставяне на вертикални платформи с интегрирани финансови или нефинансови решения, които обслужват съществени житейски потребности, например „да останем здрави”;
- роботизирани съвети за престижни клиенти;
- използване на „големи” данни за монетизация на информацията и др.

Без съмнение, “Digital” е не само „двигател” на промяната в банкирането (в стратегията, организационната структура, процесите, технологиите, продуктите и поведението на персонала), но и еманация на нормалното „агрегатно състояние” на „банката на бъдещето”.

Използвана литература:

1. Accenture. Being digital: Digital strategy execution drives a new era of banking, 2015 (https://www.accenture.com/t20150721T131239__w_/us-en/_acnmedia/Accenture/Conversion-Assets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub_18/Accenture-New-Era-Banking-Strategy.pdf).
2. Accenture. Beyond the Everyday Bank - How a GAFAs approach to digital banking transformation will increase revenues, improve customer engagement, while reducing the cost base, 2016a (https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-10/Accenture-Banking-Beyond-Everyday-Bank-pdf.pdf#zoom=50).
3. Accenture. DNA, Diagnosis, Shoes and Sweet Spots – Four Step to Agile Distribution and Marketing in Retail Banking. // Accenture Agile Bank Series, 2016b (https://www.accenture.com/t20150915T165225__w_/us-en/_acnmedia/Accenture/next-gen/insight-the-agile-digital-bank/documents/Accenture-AgileBanking-DNA-Diagnosisv2.pdf).
4. Andrieux, D. Banking in the digital age. // A White Paper of Sopra/Banking Software, Jun 24 2015 (<http://www.soprabanking.com/docs/librariesprovider17/sopra-banking-software/white-paper---banking-in-the-digital-age.pdf?sfvrsn=0>).
5. Bubolz, M. Digitale Reife – Wie fit ist Ihre Bank wirklich? 2. Februar 2016 (<https://www.der-bank-blog.de/digitale-reife-banking/digital-banking/20984/>).
6. Chakraborty, R., R. Fuhrmann, D. Aboaba. Converting cost to growth: Why strategic cost reduction matters in banking, 2016 (https://www.accenture.com/t20160616T034113__w_/us-en/_acnmedia/PDF-22/Accenture-Strategy-Banking-Strategic-Cost-Reduction.pdf#zoom=50).
7. Chhahla, P. A Renewal Strategy towards truly Digital Banking. // FinacleConnect, External Document © 2016 EdgeVerve Systems Limited, January – June 2016 (<https://www.edgeverve.com/finacle/resources/finacleconnect/truly-digital-banking/Documents/cover-story.pdf>).

8. Dany, O., K. Loon Loh, M. Massi, J. Schwarz, Al. Scortecchi, P. van den Berg. Digital in Corporate Banking Reaches the Tipping Point: Is Everyone Ready? November 17 2015 (<https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial-institutions-technology-digital-corporate-banking-reaches-tipping-point/>).
9. DeLaCastro, St. Banking on Marketing as a Revenue Generator. // BAI Banking Strategies Executive Report: Banking's Digital Transformation. August 2016 (https://www.bai.org/docs/default-source/executive-reports/august-executive-report_bai061.pdf?sfvrsn=4).
10. Duthoit, Chr., M. Grebe, N. Mönter, Br. Noakes, and Ian Walsh. Operational Excellence in Retail Banking 2015 - Creating Digital Banks with a Human Touch. April 22 2015 (<https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial-institutions-operational-excellence-retail-banking-2015-digital-banks-human-touch/?chapter=5#chapter5>).
11. Efma, Oracle. Digital transformation - The challenges and opportunities facing banks. February 2016 (<http://www.oracle.com/us/industries/financial-services/efma-digital-transformation-wp-2904165.pdf>).
12. Ehlerding, A., M. Herkert, F. Miederer, M. Willbold-Majling, L. Müller, R. Neuberger. COO-Agenda 2020 – Trends und Handlungsbedarf im Banning aus COO-Perspective, 2016 (https://bankinghub.de/wp-content/uploads/2016/02/160106_zeb_themenheft_COO-Agenda-2020_DE.pdf).
13. Eistert, T., J. Deighton, St. Marcu, F. Gordon, M. Ullrich. Banking in a Digital World - Insights from leading retail banks worldwide on the state of play and expected challenges in the digital banking journey. // A.T. Kearney, 2013 (<http://www.atkearney.de/documents/856314/3998533/Banking+in+a+digital+world.pdf/44829263-4c00-4925-ae05-9fc37217d6bb>).
14. Glyptis, L. What 'disruption' really means for banks. 9 Juni 2016 (<http://banknxt.com/56920/digital-disruption/>).
15. Hach, W., S. Steger, D. Möbus, Ph. Panizza. Plan D – konsequent digital. Wie Finanzdienstleister durch End-to-End-Digitalisierung ihre Zukunft sichern. Februar 2016 (http://www.rolandberger.de/media/pdf/Roland_Berger_End_to_End_Digitalisierung_D_20160301.pdf).
16. Hiendlmeier, St., D. Kietzmann, R. Zierhofer. Digital Change Journey: „Transformations- und Veränderungsprozesse als interaktives und digitales Erlebnis“. // Horváth & Partners, 2016 (https://www.horvath-partners.com/fileadmin/horvath-partners.com/assets/02_Kompetenz/Branchenkompetenz/PDFs/deutsch/160705_Digital_Change_Map_web_g.pdf).

17. Hoffmann, R., S. Wolter, St. Kuhlmann. Future Banking - Digital Natives über ihre Erwartungen an die Bank von morgen. // LiNKiT Consulting GmbH, September, 2016.
18. IBM. Designing a sustainable digital bank - Learning from the digital pioneers. // IBM Sales and Distribution. // White Paper Executive Summary, June 2015 (https://www-935.ibm.com/industries/banking/sustainable-digital-bank-paper/Designing_a_sustainable_digital_bank.pdf).
19. Kaufman, E., A. Bailey, K. Berz, St. Choo, M. Danoesastro, Chr. Duthoit, M. Greenberg, R. Regelman, and Victoria Roig. The Power of People in Digital Banking Transformation - The Digital Financial Institution. November 05 2015 (<https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial-institutions-people-organization-power-people-digital-banking-transformation/#chapter1>).
20. Kumar, A., A. Saxena, V. Kr. Suvarna, V. Rawat. Top 10 Trends in Banking in 2016 - What You Need to Know, 2016 (https://www.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/banking_top_10_trends_2016.pdf).
21. McKinsey. Citigroup on engaging the digital customer (Interview). June 2015 (http://www.mckinsey.com/insights/leading_in_the_21st_century/citigroup_on_engaging_the_digital_customer).
22. Meyer, J.-U. Entwickeln Sie schizophrene Strategien. // Harvard Business Manager, 21 Mai 2015 (<http://www.harvardbusinessmanager.de/blogs/a-1033678.html>).
23. Oberle, S., H. Hein, M. Lahmann. Bankberatung der Zukunft - Die Chancen der Digitalisierung im Retail Banking nutzen. // Sopra Steria Consulting, Januar 2016 (<http://www.soprasteria.de/docs/librariesprovider33/Studien/bankberatung-der-zukunft-2016.pdf?sfvrsn=4>).
24. Parmaksizian, N., Ch. Geldard. The Relevant Bank. // Capco, 2015 (http://www.capco.com/uploads/articlefiles/198/file_0_1420724279.pdf).
25. Pratz, A., P. Castro, R. Freddi, D. Chikova, P. Hewlett, M. Koller. The Retail Banking Champions Step Up Their Game. // A.T. Kearney's 2016 Retail Banking Radar (<http://www.atkearney.de/documents/856314/8289851/The+Retail+Banking+Champions+Step+Up+Their+Game.pdf/84c8dd63-6e11-40ad-889c-45db99bf6788>).
26. Rigby, D., S. Tager. Leading a Digital transformation. // Bain & Company, 2014 (http://www.bain.de/Images/BAIN_BRIEF_Leading_a_Digital_transformation.pdf).

27. Skinner, Chr. Where is the bank's digital vision? 19th October 2016 (<http://thefinanser.com/2016/10/banks-digital-vision.html/>).
28. Walsh, I., A. Reinaud, J.-W. de T'Serclaes, B. Reyero, B. Noakes, N. Mönter. The Bionic Bank: Overview. March 24 2015 (https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_institutions_digital_economy_bionic_bank/#chapter1).

ПЪРВА ДИСКУСИЯ

Модератор: доц. д-р Димитър Рафаилов, ИУ – Варна

Участници:

проф. д-р Стефан Вачков, ИУ – Варна

доц. д-р Константин Цигуларов, Олд доминиън юнивърсити,
САЩ

доц. д-р Любомир Георгиев, ИУ – Варна

доц. д-р Банчо Банов, СУ „Св. Климент Охридски“

доц. д-р Людмил Найденов, ИУ – Варна

Доц. Рафаилов: След този интересен доклад идва времето за дискусия. Да обсъдим основните моменти, както и да дискутираме темата на нашата конференция „Финансовата наука – между догмите и реалността“. Интересни проблеми бяха поставени. Давам думата на проф. Вачков.

Проф. Вачков: Нека изходим от гледна точка на това наше заглавие, на това наше мото: „Финансовата наука – между догмите и реалността“. Тук има много млади хора, които сигурно си задават въпроса за какви догми става дума? Аз само ще ви маркирам няколко неща, които ние сме учили. Ние учихме догми през повечето от съзнателния си живот и в един момент попаднахме в една нова реалност – финансова, икономическа, социална, която беше сериозна среда за шок, стрес и за задаване на въпроса „А сега накъде?“ За какви догми става въпрос? Аз ще ви представя мое мнение, разбира се, но други колеги на моите

години тук – доц. Йорданов, доц. Георгиев, вероятно ще го подкрепят.

Ние с двамата колеги, които споменах, сме завършили специалност „Финанси и кредит“ със специализация „Банково дело“ и учихме само догми по всички дисциплини – от политикономията до пари, кредит и т.н. Например догмата за централизираната банкова система. Това беше догмата на Ленин (за мен един от най-големите злодеи на 20-ти век), който пледираше за централизирана банкова система с поделения във всяка община. Този модел функционираше до 80-те години на 20-ти век в България. Пренесен буквално от СССР се оказа, че не работи, защото е базиран на плановата икономика, централната, дирижирана от държавата, икономика. Имаше една банка – БНБ. Другата банка – ДСК – фактически нямаше статут на банка, защото обслужваше населението, където се държаха в (забележете!) безлихвена сметка спестяванията. Такива например бяха вноските за автомобили на вашите родители и на вашите дядовци – например 1500 лв., равни на 1500 долара по официален курс.

Първата догма беше за всесилността на плановата икономика. Всичко се плануваше и се считаше, че всичко се развива по изгладен ред и може да се прогнозира до 3000 година чрез уравнение на права с две неизвестни. Например аз, в първия вариант на моята дисертация, през 1986 г. направих една екстраполация на краткосрочните заеми за промишлеността от 1975 г. до 2000 г. Всичко беше базирано върху догматични разсъждения.

Догма беше и преподаването на дисциплини във финансовата сфера, чийто генезис бяха икономическите категории финанси, цени, кредит, лихва, данъци. Всичките те

бяха разглеждани спрямо техните функции. Считаше се, че например кредитът има функции или финансите имат функции. Как категориите ще имат функции? Има функция субекта – Министерство на финансите има функции, БНБ има функции, институцията има функции. Но ние не учихме за тях, а за категориите. Не учихме що е банка, а учихме за това що е кредит. И развивахме тези глупости, казвам го с пълното съзнание за това, което говоря.

След промяната до 2008 г. догма се оказа и тезата за неолиберализма за развитието на света на принципа на непрекъснатостта – една теза, която беше отречена в средата на 70-те години заради глобалната петролна и енергийна криза. Тогава се смени парадигмата на мениджмънта и колегите, които са изучавали банков мениджмънт при мен, още от първата лекция знаят, че дългосрочното планиране се заменя със стратегическо планиране, което се базира на принципа на прекъснатостта. Но ние, през така наречения преход, се върнахме на този принцип и заложихме само на пазара и магнахме държавата. Това догма ли е? Абсолютно! И се сетихме за Кейнс, когато започнаха да фалират банки. И тези банки бяха спасени от държавата с парите на данъкоплатците. Тогава казах на колегите от обща икономическа теория – как ще обясните нещата като плъзгате наляво или надясно някакви криви и видете новите пресечни точки? Къде са тези криви? Няма ги!

Догма се оказа и използването на дериватите като продукт на финансовия инженеринг. Вероятно някои колеги не са съгласни и ще ме опровергават, но самият финансов инженеринг се считаше и продължава да се счита като спасителна панацея. Вадим от баланса класическите активи, заменяме ги със секюритизирани и всичко е окей. Окей, но се получи ипотечен

балон и глобална криза. Какво причини това? Зеленият сигнал, който светеше над тези иконометрични модели, създали илюзията, че всичко е окей. Ползването и употребата на деривати и очакванията се разминават с действителността и то много сериозно.

Може да добавим и още. Като догма може да се определи и универсалността на плоските данъци. Защо се въвеждат плоските данъци? С единствената идея, че те са технически по-лесно администрируеми и за това се въвеждат в държави с лоша администрация. Догма се оказва парадигмата *too big to fail*, която има вече поне 7-8 модификации отнесена за големите банки. Оказа се, че те са великани на глинени крака. Това са само, както казваше Ленин, наброски, които биха могли да провокират дискусия.

Доц. Рафаилов: Благодаря на проф. Вачков! Бих искал да Ви допълня. Вие описахте ситуация, в която банките не са това, което са. Аз бих казал, че финансите днес не са това, което са. Да вземем например отрицателните лихви. Каноните казват, че кредитът трябва да носи лихва, за да може кредиторът да печели. Настоящото явление „отрицателни лихви“ дали е някакъв парадокс или е естествено явление. Как може да го обясним? Как ще се отрази на спестителите, на реалната икономика?

Още нещо, пак свързано с централните банки. ФЕД, ЕЦБ, Японска централна банка, всички големи централни банки провеждат т.нар. нетрадиционна парична политика чрез количествени улеснения, политика на нулеви лихвени проценти и т.н. Приемат за обезпечение на какви ли не активи, нещо което преди 15 години вероятно би било скандално.

Регулациите също подлежат на съмнение. Попадна ми интересно изследване на служителите на Английската централна банка, които разглеждат ефектите на регулациите от края на 19-ти век до момента. Те установяват, че след всеки кръг регулации следва нова финансова криза, която е още по-сериозна от предишната. Следват още по-затегнати регулации и още по-сериозна криза. Въпросът е до къде може да продължи това? Въобще колко добре работят тези регулации? Как трябва да регулираме финансовия сектор? Въпросите са още повече, ако свържем развитието на финансовия сектор под влиянието на дигитализацията и FinTech компаниите. Как ще регулираме тези, които работят с новите технологии? Това не са класическите банки.

Като говорим за технологиите се появява и друго предизвикателство – криптовалутите. Може ли да съществуват пари извън традиционната система на централни банки и търговски банки? Знаем, че традиционните пари се градят на доверие. При криптовалутите идеята е, че доверие може да се постигне на базата на един математически алгоритъм. Всички участници вярват на този алгоритъм. Вярват, че парите на могат да се изхарчат два пъти и от там те са ценни, могат да се използват. Може ли наистина да има пари без някаква централизирана структура? Може ли доверие да се гради на някакви изчислителни алгоритми, математически.

Много актуален е въпросът колко добре работи финансовата система? Проф. Вачков го спомена – дериватите и глобалната финансова криза показва, че това, което наричаме финансиализация, може би е прекалена. Не става ли самоцел създаването на някакви финансови инструменти за извличане на печалби, без значение дали това допринася за по-добър бизнес, за

по-добро управление на риска на фирми, на граждани, на спестявания? Да си припомним кризата със структурираните финансови продукти на базата на ипотечните заеми или пък т.нар. програмна търговия или високочестотна търговия. Над половината от операциите на големите борси се извършват от компютри на базата на алгоритми. Това дали съдейства за стабилност? По-скоро е обратното.

При публичните финанси положението също е Quo Vadis. Наблюдаваме безпрецедентно ниво на бюджетни дефицити и държавен дълг на развитите страни, което мисля, не се е случвало в историята. Традиционно развитите страни са кредитори, развиващите страни задлъжняват, те са длъжници. Тук нещата се обръщат. Отново едно общоприето мнение е поставено под въпрос.

По отношение на данъците нещата също са на кръстопът. Днес бизнесът е глобален. Възниква въпроса как можем да обложим една корпорация, която има операции примерно в 100 страни. Нейната централа е в една страна, като много от операциите ѝ минават през някакви офшорни зони. Можем ли въобще да обложим истинския доход? По същия начин, както корпорациите, така и хората живеят глобално. Къде печелят, къде трябва да ги обложим? Виждаме, че наистина днешните финанси не са тези, които бяха. Много, ако не догми, то общоприети мнения, са поставени на изпитание и си заслужава да разсъждаваме върху тях. Така, че можем да изкажем мнение по тези въпроси. Заповядайте, доц. Георгиев.

Доц. Георгиев: Уважаеми колеги, аз имам въпрос към д-р Цигуларов, който отдавна ме вълнува. Кое моделира лидерите, главните изпълнителни директори на финансовите институции и

банковите концерни, на големите институции? Кое моделира поведението им до такава степен, че те губят чувство за реалност? Някои от тях от са били уважавани личности и в един момент, като че ли, тези хора губят ориентир. Например случаят с измамите на Бърни Мадоф, който дълги години е бил изпълнителен директор на извънборсовия пазар NASDAQ в САЩ. За да успее да привлече толкова много ресурси, той се е ползвал с някаква добра репутация, но в един момент този човек започва да взима решения, свързани със създаване на една измамна схема.

Един от проблемите, по който аз бих искал да чуя мнението на д-р Цигуларов, е дали имам някаква връзка между размера на институцията. Да вземем за пример Deutsche bank, за която Вие говорихте. В последните години активите ѝ са равни на брутния вътрешен продукт на Германия. Това означава да управляваш една институция, която може да оказва натиск върху политиците, които управляват страната. Мениджърите стават равни като потенциал на тези, които притежават държавна власт. От тази гледна точка дали размерът на институциите има някакво значение за загубата на това чувство на реалност? И в тази насока бъдещето не е на по-малки, иновативни, дигитални, дигитално ориентирани в бизнес процесите си, институции, отколкото на малък брой огромни институции, за които има много примери за провали? Благодаря!

Доц. Банов: Ако може да допълня въпроса. Има един много хубав документален филм за фалита на Lehman Brothers, който лесно може да се намери с Google. Във филма показаха, че шефът на Lehman Brothers е мразел да се вижда със служителите си. Когато неговият шофьор е идвал, той е давал знак на портиера

да задържи служебния асансьор и на ден е виждал служителите между 3 и 5 секунди. Времето през, което ще мине през фоайето и ще се качи на служебния асансьор. Ако човек отиде на неговия етаж, ще си помисли, че е на етажа на меценат на изкуството – там има картини, художествени произведения. Той се занимава с всичко друго, но не и с нуждите на компанията, с това да бъде лидер.

Доц. Цигуларов: Как може да се обясни това поведение? Не мисля, че то е характерно за определени индивиди. На база на изследванията, които аз съм прочел и извършил, вероятно се дължи на смесица от фактори. В някои случаи се вижда, че когато подборът, селекцията и развитието на лидерството е извършено ефективно и адекватно, това води до добри резултати, до добри лидери. Но това не задължително. Казусът, който поставяте, е пример за това – един човек, който първоначално е бил добър лидер, изведнъж се променя. Логично обяснение би било, че тъй като хората по принцип трудно се променят през съзнателния си живот, причината е в променената ситуация в организацията или в отрасъла.

Знаем, че в глобалната икономика в момента има сериозна конкуренция, която всъщност поощрява преследването на индикатори, които са свързани с печалбата – намаляването на разходи и увеличаване на приходи, включително като се използват промените в регулациите. Психологическите изследвания показват, че един човек е по-склонен да извърши нарушение, когато има определени качества, има т. нар. предразположеност. Една негативна ситуация ги поставя в положение, което, че за да оцелеят или за да успеят, те са по-склонни да кривнат от правия път.

Но има и друго нещо – аз говорих за лидерството като за власт. Това всъщност е страхотно предимство, но и предпоставка за злоупотреби. Особено при too big to fail институциите, както историята показва.

Известно е от литературата, че за нас хората е характерно неумение и неспособност да преценяваме риска правилно, като това се подсилва от самоувереността или от нуждата да сме конкурентни. Последните изследвания показват, че в контекста на една организация конкуренцията и съперничеството всъщност водят повече до негативни, отколкото до положителни резултати.

Доц. Рафаилов: Да допълня тези разсъждения с един въпрос. Може ли самата организация да изгради някакви механизми срещу лошото лидерство? Да се поставят някакви бариери, които да премахват лошите лидери навреме, преди да я унищожат?

Доц. Цигуларов: Проблемът е, че лидерството диктува какво прави организацията. Получава се омагьосан кръг – настоящите лидери насърчават такива хора, които пасват на техните идеи, като лидерите трябва сами да се контролират. Това е голямо предизвикателство за отделите по човешки ресурси. При една добра ситуация, когато нещата с компанията вървят добре, издигането на хората е по-ефективно да става на база вътрешни критерии. Хората са познати и могат да се преценят и да се предскаже тяхната ефективност и в бъдеще и за това издигането им в йерархията може да бъде по-успешно. Но не и когато нещата не вървят добре, а организациите продължават по същия начин.

В допълнение на това кръгът от хора на топ позиции е много ограничен – те са няколко стотин в света, които са

квалифицирани и имат връзки и познанства. Така топ мениджърите просто сменят компаниите, защото няма избор. Прилича на футболните първенства и клубовете. Футболист, изгонен от един клуб, не губи и не престава да се занимава с футбол. Той преминава в друг клуб. Това е един затворен кръг, който се отразява негативно.

Какво е решението на проблема? Мисля, че това е отговорност на акционерите, както и на регулаторите и на гражданите, които са засегнати. Проблемът е, че не е ясно кои са акционерите. Не е ясно на кого принадлежат банките.

Доц. Рафаилов: Други мнения, въпроси и изказвания?

Доц. Цигуларов: Аз имам въпрос към проф. Вачков, свързан с неговия доклад. В моята опит с организациите наблюдавам, че мениджмънта и различните отдели започват да използват много социалните мрежи – за подбор на кадри, за промоция на кадри, за различни функции. Какви са процесите в тази насока в банково дело и финансите?

Проф. Вачков: Аз споменах за социалните мрежи извън същинския бизнес, но те не са само извън, но са и в същинския бизнес. От няколко години насам, 2010 г. ако не се лъжа, вече се налага една не само теория, но и практика на т.нар. crowdsourcing, при което чрез социалните мрежи се общува с „тълпата“. Във Facebook се осъществява един активен контакт – клиентът става препоръчващ фен, но и критик. Така той участва, доколкото е възможно, в създаването на идеята. Участва, доколкото е възможно, в производството на продукта. Банките вече разбират това. Deutsche bank е един от пионерите на

crowdsourcing-a. Тя е критикувана в много отношения, но в ИТ-иновации и дигитализация безспорно е един от лидерите. Разбрахме, че клиентите са двигателят, драйверът на иновациите, защото, в крайна сметка, клиентските очаквания и потребности са в нейната основа.

Crowdsourcing-ът има различни измерения – crowd investments, crowd funding, lending и т.н., в зависимост от това какво се цели. Тук обаче има проблем с регулациите, защото те оставят в страни тези дейности, макар, че са важни. Всъщност FinTech компаниите използват този опит и самите те търсят допълнителни източници чрез всички възможни медии за общуване. Естествено е, че ако го четете така, както ние го четем – като разработка и прочие – има някаква доза демагогия, тъй като банките не са благотворителни организации. Те са едни от най-неморалните бизнес организации, да не кажа най-неморалните. Всъщност те използват клиентите като източник, който да експлоатират, а не са водени толкова от движещия мотив да общуват с него като с равноправен бизнес партньор. Банката не може и не е свикнала да гледа на клиентите като равноправни бизнес партньори, тя се мотивира от други ценности.

А що се отнася до въпроса на доц. Георгиев, това, което лежи в основата на всичко, разбира се, е алчността. Алчността като мотиватор на властта. Алчността е първопричината за властта. Но тъй като властта е абстракция, тя реално се проявява чрез влияние. Но не само банките, а всичките институции имат такива властови канали за влияние, най-простият от които е кредитирането на клиента. То постига един ефект на покриването, на заплениването, който е факт. Дали ще бъде за институция или за физическо лице няма никакво значение.

Концентрацията на власт започва от втората индустриална революция в Европа, това е втората половина на 50-те години, и тръгва от Германия, като води до създаването на големи компании и големи банки, сраснали се помежду си. От там нататък се губят дирите – кой пие, кой плаща и кой е собственик. Точно през този период се губят дирите. Дотогава винаги е имало някаква прозрачност в регистъра на собствениците. След това започва бума на акционерното банкерство. Както говорихме с колегата Цигуларов вчера, светът не е измислил по-демократична форма на бизнес организация от акционерната, която да се наложи на пазара. Но тя е и демагогска форма. С добрите намерения собствеността да бъде прозрачна, публична и диверсифицирана – вижте докъде се стига.

Доц. Банов: Аз имам един въпрос към проф. Вачков, свързан с неговата интересна презентация и изказване след нея. Защо според Вас догмата за системата от две банки – ДСК и една централна банка, която обслужва всички, се пропука към 1985 г., след което се създадоха 11 банки като ТБ Електроника, Биохим и други. Кое наложи това?

Проф. Вачков: Много хубав въпрос, за който благодаря на доц. Банчо Банов. Той дори заслужава да напиша дори цяла книга! Признавам си, че ме затруднява отговорът. Вероятно промяната се наложи поради интуицията на тогавашното ръководство на Живков и на екипа около него, които при няколко преустройства на икономиката се опитваше да разгради централизираната система на Лениновия модел и да въведе т.нар. търговски банки, без някой да знае що е то търговска банка. Затова се действаше на сляпо.

Нямаше подготовка, а и теорията не го позволяваше това. Ние четяхме американски книги, превод от руски, където се пишеше за тези търговски банки. Ние не знаехме що е то commercial banking или investment banking! Ние учихме какво е казал професор „Х“ за функциите на кредита. Аз научих банковото дело на 35-годишна възраст, но не тук, а в Цюрих. И четях много, за да констатирам, че нищо не знам. Това е жесток упрек към нашите предшественици и си позволявам, с чиста съвест, да го отправя. Аз съм обективен и откровен. Ние не бяхме подготвени, но явно интуитивно следвахме някакъв по-сполучлив модел за двузвенна система. Действаше се ситуационно на принципа what if – какво ако? Поради това имаше много „празни“ години. Като се започне от 1986 г., т. нар. Юлски пленум чак до 1996-1997 г., когато беше кризата, фалитите. Едва след това започна по-истинското структуриране на банковата система. Онзи период от началото на 90те години – Първа частна, Балканбанк беше на принципа what if.

Аз съм свидетел на консолидацията на българската банкова система от 1992-1993 година, защото бях в работната група на бъдещата ОББ. Работното наименование на този проект беше Банка български кредит. През лятото на 1992 г. 22 банки се събраха във Вонеща вода и главните счетоводители и директорите, с треперещи ръце, подписваха едно споразумение административно наложено от тогавашната консолидационна компания. Те не знаеха какво става и буквално им трепереха ръцете, защото губеха властта си. Това са местни феодали, стари комунистически банкови кадри на големите градове.

Трябваше да концентрираме банковия капитал, което не е лоша идея по принцип, в няколко големи банки. След това обаче

дойдоха други безумия, за да се стигне до пречистването през средата на 90-те години.

След това дойдоха други въпросителни. Защо точно тези банки бяха приватизирани? Защо на точно тази цена? Те бяха приватизирани на безценица – за пример Булбанк. Най-високата цена беше платена за банка ДСК. Цената беше 2 пъти по-висока от тази за Булбанк, при положение, че ДСК не беше толкова голяма като активи.

Това са въпроси, по които си заслужава наистина да се мисли творчески. Това беше опит за излизане от догма, който е много проблематичен и не толкова успешен. Така България трябваше да „зацikli“ за 20 години от 1986 г. до началото на новия век, когато долу-горе се установиха нещата.

Доц. Банов: И аз само ще припомня, че настоящия директор на Булбанк Левон Хампарцумян беше преди това приватизатор на тази банка като шеф на Агенцията за приватизация. В САЩ има такава практика, която колегата може да потвърди, че пенсионираните държавни служители след това се назначават на тихи длъжности в надзорните съвети на институции, които те са надзиравали.

Доц. Цигуларов: Действително, между 50% и 70% от тези служители.

Доц. Найденов: Ако мога само нещо да добавя. Догмите не се раждат догми. Догмата е мнение, което е превърнато в догма от наследниците. И това е нашата отговорност, когато четем и тълкуваме тези преди нас. Не трябва да превръщаме мнение характерно за определен период, за определен начин на мислене,

включително за определена възраст, в догма. Ние правим догмите догми. След това сме разочаровани и търсим нови догми.

Проф. Вачков: Ще си позволя да не се съглася с доц. Найденов. Ще се върна, на това което казах като първи пример. Т. нар. Марксистко-Ленинското учение за банките е абсолютна догма в сравнение с това, което вече е имало написано за философията на банкирането от 19-ти век. Това, което Ленин е писал, е извращение на историята, и създава нова догма.

Доц. Найденов: Да, това е негово мнение, но защо ние 80 години трябва да следваме това мнение?

Проф. Вачков: Защото ние не можем да преодолеем последствията от този експеримент. Ние вече 100 години не можем да излезем от тази тиня! България е последна, която не може да излезе. Другите излязоха, по-бързо.

Това е творчески спор. Класиците на учението за банките от средата на 19-ти век са описали реалността и са описали що е то банка. Вземайки модела на Гутенберг от икономиката на предприятието, те описват какво представлява банката като предприятие и създават нов клон на икономиката наречен учение за банковото предприятие. Това е нормален ход на еволюцията.

Но идва 1917 г. и от периода 1919-1923 г. Ленин е натворява най-големите безумия в теорията за банките. Забележете, че той противоречи на Маркс за ролята на банките, на кредита и на лихвата. Теорията се обръща и се насилва, като става догма и прекъсва естествено развитие на историята. За съжаление ние 100 години не можем да излезем от този модел! Мислим с онези категории – например за ролята на държавата

като тотален гарант. Събуждаш се и намираш под възглавницата си 10 лв. гарантиран доход за ден?! Няма го никъде това нещо!

Доц. Найденов: Аз разсъждавах по-скоро във връзка с това, което коментира доц. Цигуларов. Дали мнението на силния и влиятелния лидер не се налага на останалите? И те, поради страха да противоречат, възприемат това като истина от последната инстанция и го превръщат в догма.

Доц. Цигуларов: Абсолютно! Всъщност лидерът играе роля в изграждането на системите. Рамките се изграждат от лидерството и когато се са създадени да потискат несъгласието, критичното мислене, иновативността, което беше много години наред, стават догми.

Доц. Рафаилов: С това може да приключим нашата дискусия. Благодаря за изказаните мнения!

ДАЛИ ВИНАГИ Е ИЗГОДНО ДА СИ ЧЛЕН НА ЕС? ЗА ФАЛИТА НА БАНКА КТБ И ЕДНА СБЪРКАНА ДИРЕКТИВА НА ЕС

Доц. д-р Банчо Банов

Софийски университет „Св. Климент Охридски“

Резюме: Референдумът за излизане на Великобритания от ЕС или т. нар. Брекзит постави въпроса дали винаги е изгодно за една страна-член на ЕС да членува в Евросъюза. Докладът е първи от няколко такива по въпросите на някои загуби които търпи една държава-член на ЕС, заради своето членство. В конкретната първа част се касае за фалита на една голяма банка в България – Корпоративна търговска банка през 2014 г. ЕС със своя директива залага твърде висок за България праг на гарантиране на депозитите – 100 000 евро. Изплащайки гаранциите само за тази банка, фондът е изпразнен, а и се налага да държавата да вземе заем, който да предостави на Фонда за гарантиране на депозитите, за да доизплати всички гарантирани депозити. Този заем вероятно никога няма да бъде върнат и вероятно ще бъде опростен, което е за сметка на данъкоплатците. Дава се и конкретния размер на загубите.

На 17 ноември 2014 г., по молба на БНБ, Софийския градски съд насрочи делото за несъстоятелност на Корпоративна търговска банка (КТБ). Делото бе насрочено за 24 ноември 2014 г. На самия 24 ноември обаче Софийски градски съд спря (поскоро отложи) делото за несъстоятелността на КТБ заради “висящо” дело (т.е. дело което е в процес) във Върховния административен съд срещу отнемането на лиценза на КТБ от страна на БНБ. На 22 април 2015 г. Софийски градски съд реши да обяви Корпоративна търговска банка (КТБ) в несъстоятелност

и да преустанови нейната дейност. За начална дата на несъстоятелността бе обявена 6 ноември 2014. Това е нормален процес за една страна с пазарна икономика.

Процеса на фалит започва на 20 юни 2014 г., когато БНБ постави КТБ под особен надзор и отне за 3 месеца правата на акционерите, които държат над 10% от банката – това са дружеството на Цветан Василев “Бромак” с 50,66% и Bulgarian Acquisition Company II (суверенния фонд на Султана на Оман) с 30,35%. В пресата се появиха твърдения, че решението за отнемане на права не важало за дела на руската ВТБ, която притежава 9,9% от капитала.

Нов етап от фалита бе изплащането на гарантираните депозити на вложителите, започнало на 4 декември 2014 г. Тези депозити са обезпечени от Фонда за гарантиране на депозитите, който по закон е длъжен да обезпечи на един вложител в една банка до 196 000 лв (гарантирани са суми на граждани и фирми). Според изказване на г-н Красимир Ангарски (пред агенция i-news на 2 ноември 2014 г.) във фонда за гарантиране на депозитите има 2,2 млрд. лв., а трябва да се търсят още 1,6 млрд. лв. и фондът ще бъде изпразнен и депозитите в други банки няма от къде да бъдат гарантирани. Според Нова ТВ, за недостига на пари във фонда ще му се наложи да вземе заем – поне 1,5 млрд. лв. Този заем щяло да бъде с държавна гаранция. Според други източници, държавата ще вземе този заем от 1,5 (или 1,6) млрд. лв. и ще го предостави на фонда за гарантиране на депозитите. Възниква въпроса кой ще плаща лихвата по заема – държавния бюджет или фонда. Ако е фонда, това ще е за сметка на вноските от банките, които ще вземат тези средства от вложителите си чрез лихвени разлики, такси и комисионни.

Следователно, общата сума, която трябва да изплати Фонда за гарантиране на депозитите се равнява на 3,7 (или 3,8) млрд. лева. Тази сума много се доближава до т. нар. “дупка” в капитала на КТБ. Според доклада на одиторите на КТБ, изготвен по поръчка на БНБ (цитиран от в. “Сега”/22.X.2014 г.), дупката в КТБ към 30.IX.2014 г. е в размер на 4,2 млрд. лв. Активите на банката пък са 6,662 млрд. лв. Т.е. излиза, че 63% от парите ги няма ($4,2/6,662 = 63\%$). Друг извод е, че вложителите с гарантирани депозити от 3,8 млрд. лв. представляват 57% от активите на банката ($3,8 / 6,662 = 57\%$) т.е. вложители от категорията малки средни и големи депозити и най-вече големи депозити са осигурили 57% от активите на банката, с които тя е провеждала своята агресивна политика. Тезата за тези вложители с големи депозити се потвърждава от съобщението от един от дните след 4 декември (когато би разрешено разпореждането на депозити по гаранциите влогове), че 25 000 души са изтеглили (превели в други банки) 1,070 млрд. лева. Като разделим 1,070 млрд лв. на 25 000 души се получава средно 42 800лв. на човек. Тук идва резонния въпрос особено за тези със средни и големи депозити, щяха ли да депозират своите средства в КТБ, ако не бяха гарантирани по закон да 100 000 евро? Вероятно не. Кой е виновен?

Виновна е според мен високата сума за гаранцията от 100 000 евро. Ако прагът беше по-нисък, хората щяха да диверсифицират депозитите и да ги депозират и в други банки.

Нека се спрем първо на Фонда за гарантиране на депозитите. Създаден е през 1998 г. със Закон за гарантиране на влоговете в банките (Обн. ДВ бр. 49/ 29.IV.1998 г.). Банките внасят във фонда 0,5% от депозитната си база. (Подробеност е, че клоновете на чужди банки от ЕС и страни извън ЕС не плащат,

защото са гарантирани от системата за гаранция в съответните държави). Казано накратко, нашия фонд за гарантиране на депозитите започва да събира пари и да се пълни от 1998 г. От 1998 г. до 2014 г. са 16 години – събирали са се пари, които отведнъж се изпразват при първия фалит на банка. Кой е виновен? Банката или системата? Според мен и двете. Иначе казано КТБ е привлякла “елита” от едри депозити като е давала супер-изгодни лихви по тях. По данни на БНБ (цитирани от в. Градът-строителство от 14.01.2013 г.) около 75% от депозитите в България са за суми до 1000лв. Пак по данни на БНБ, физически лица с депозит за над 1 млн. лв. са 625 души. Системата е виновна, че е гарантирала толкова висок праг.

Кой формулира правилата в системата за гарантиране на влоговете? Това е Европейския съюз. Откакто стана член на ЕС, България прилага и Европейските директиви. Директивата, която урежда гарантирането на влоговете е Директива 94/19/ЕС за схемите за гарантиране на депозити, променена на 15.X.2008 г. с предложение № 2008/0199(COD) (има я на сайта на нашето Народно събрание). Понеже тази директива и изменението ѝ са важни, и от там идват всичките ни проблеми, ще я разгледаме по-подробно.

В т.1 на предложението за промяна, озаглавено: “Контекст и предложение”, пише: “Събитията през 2007 г. и 2008 г. и особено настоящия смут на финансовите пазари, са изложили тези недостатъци и последиците от тях по отношение на доверие на депозантите (в банките – бел. авт) на нова степен.” И продължава: ”Минималното ниво на покритие от 20 000 евро не е било променяно от 1994 г. и вече не е адекватно в много страни от гледна точка на разпределението на спестяванията...” (стр.2 от документа). Тук обаче трябва да подчертаем, че дори този текст

не казва “всички страни”, а само “много страни”. Промяната в директивата “се прицелва” и в условията на изплащане: “...сегашното отлагане на изплащането с 3 месеца, вече не отговаря на нуждите на депозантите.” (стр.2).

Много важен момент, как е приета поправката в директивата намираме в т.2 от предложението “Оценка на въздействието и публични консултации.”: “Заради спешността на проблема, не е могла да бъде правена нито оценка на въздействието, нито публична консултация на настоящето предложение.” (стр. 2). Все пак някакви заместващи действия (за замазване на очите) са предприети: “Въпреки това, Комисията получи важна проницателност от нейния процес на преглед на Директива 94/19/ЕС (т.е. за гарантиране на депозитите). В рамките на комуникацията през 2006г., Комисията помоли своя Обединен център за проучвания да даде доклади за нивото на покритие (от 2005), за ефективността на схемите за гарантиране на депозити (от 2008г.). Тази работа е била подпомогната от Европейския форум на застрахователите на депозити...”(стр.3). Тук трябва да запитаме дали българския фонд за гарантиране на депозитите е участвал?

В точка 5.3 “Ниво на покритие” в предложението пише за нивото на гаранция от 20 000 евро и, че: “...това не отговаря на текущото средно ниво на депозитите от 30 000 евро за гражданин на ЕС.”(стр.4). Питаме се, това приложимо ли е за България и колко български граждани могат да се похвалят с депозит от 30 000 евро?

В следващия параграф пише, че Съвета на европейския съюз (Съвета на ЕС е мястото, където министрите на всички страни-членки се срещат, за да приемат закони и координационни политики – бел. авт.), точно този съвет се е съгласил на 7

октомври 2008 г., че след период от 1 година защитата на депозитите се променя на: "...сума от поне 50 000 евро...и, след 1 година (гаранцията ще бъде) поне 100 000 евро." И се допълва, че при сегашното покритие (от 20 000 евро) се покриват 65% от наличните депозити и, че новите суми ще покрият (по оценка) 80% (от депозитите) при покритие от 50 000 евро и 90% от депозитите (при покритие 100 000 евро) на депозитите." (стр.4). Това предложение за промяна заляга като директива на Европейския парламент и на Съвета на Европа.

Въпросът е можем ли и трябва ли да се съгласяваме със сегашното статукво? Първо, и най-важно – директивата въобще не е съобразена с разликите в доходите, големината на банките и икономиките на отделните страни-членки. Ето и някои изчисления: Средната работна заплата за Германия за 2013 г. е 42 316 евро. (според сп. Фрамар). Това разделено на 12 месеца прави $42316 : 12 = 3\,256$ евро на месец. Сто хиляди евро, колкото е гаранцията по директивата, разделени на средната работна заплата в Германия правят

$100\,000 : 3\,256 = 30,71$ или 31 средни работни заплати се гарантират в Германия. Според Investor.bg за четвъртото тримесечие на 2013г. средната работна заплата за България е 828 лв. Ако разделим гаранцията на нея получаваме: $196\,000 : 828 = 236,71$ т.е. българското покритие е от 237 средни работни заплати. Или българското покритие на най-бедната стра-членка на ЕС в средни работни заплати е близо 8 пъти по-голямо от германското.

Следващ аспект – големина и съизмеримост на икономиките. Една банка - германската регионална банка Хелаба през 2011г. не издържа стрес-теста на Европейския банков орган (European Banking Authority) – независим орган на ЕС (i-news –

16.07.2011 г.). Тази банка има сума на активите си 178,3 млрд. евро. Според НСИ (Националният статистически институт) БВП (брутния вътрешен продукт) на България за 2013 г. по текущи цени е 80,282 млрд. лева. Разделено по официалния курс това прави $80\,282 : 1.95583 = 41.048$ или нашия БВП е 41 млрд. евро. Нека разделим активите на тази банка на нашия БВП

$178,3 : 41 = 4,348$ пъти т.е. тази неизвестна и неголяма за размерите на Германия банка има активи, 4 пъти по-големи, отколкото нашия БВП – т.е. това, което България произвежда за цяла година. Служителите на Хелаба са само 6 300, а населението на България е 7,36 млн. души.

Морален хазарт

Фалиралата КТБ е използвала това високо ниво на гаранция на депозитите, за да концентрира голям брой големи депозити (например до 100 евро), които при нормални условия биха били разпределени между няколко банки (поне 2-3), и да се разрасне много като сума на пасивите (привлечени депозити) за кратък период от време.

От друга страна тази голяма депозитна база улеснява нейните рискови операции с големи суми.

Лихвата по депозитите в тази банка са били 7% (за преференциални депозити дори 7,5-8%), докато в същия период други банки са предлагали едва 3%. Вредата от фалита на КТБ би била много по-малка, ако гаранцията по депозитите би била по-ниска. И когато КТБ фалира другите банки, чрез своите вноски във ФГД плащат „сметката“ (тези вноски естествено се „прехвърлят“ на депозантите им във вид на по-ниски лихви по депозитите им. Останалата част се взима от бюджета, но едва ли ще бъде върната и вероятно ще бъде опростена. Така че граждани и депозанти ще платят „сметката“ от фалита на КТБ.

Какъв е средния размер на депозит в България?

Според статистиката на БНБ, домакинствата (и нетърговските организации в България) имат 10,8 млн. депозити (10 806 363). Сумата на тези депозити е 40,5 млрд. лв. (40 581 340 000 лв.) (към 30.06.2015г.)

Следователно сумата на средния депозит е

$40\,581\,340\,000 : 10\,806\,363 = 3\,755,32$ лв. (разделени на 1,96 прави 1 915,98 евро)

И така че по времето когато средния депозит е само 1 916 евро, България покрива с гаранция 100 000 евро.

Малко депозитна статистика за България (по данни на БНБ):

Депозити под 1000 лв. (510 евро) са 8 269 264

Депозити между 5 000-10 000 лв. (от 2 551 евро до 5 102 евро) са 629 970

Депозити между 40 000 и 50 000лв. (от 20 408 евро до 25 510 евро) са 43 001

Депозити между 100 000 и 200 000 лв. (51 020 евро до 102 040 евро) са 32 241

Депозити над 1 млн. лв. (над 510 204 евро) са 732.

Заклучение

1. Свързването на България и големите страни на ЕС от общи икономически и финансови правила е като да се свърже голямо и много малко зъбно колело в директна връзка без трансмисия. Ако голямото колело се завърти бързо, малкото ще пострада.

2. В този конкретен случай би било много по практично да се обвърже банковата гаранция с брой минимални или средни работни заплати за конкретната страна.

Изводи и препоръки: Ако една страна е много по-малка и по-бедна от останалите страни членки на ЕС, то това трябва да се съобрази в съответната директива. Нищо не пречи, като страна-членка на ЕС България да поиска промяна в тази директива и да се запише, че ще се гарантират по 31 средни работни заплати. Взима се за ориентир средната заплата за м. декември предходната година и тя да важи за цялата следваща. Накрая – сега се готви ново вдигане на прага за гарантиране – до 150 000 евро. Моментът е удобен България да поиска тази промяна и да защити своите интереси.

Използвана литература

1. Ангарски, Красимир, Изказване пред агенция i-news на 02 ноември 2014 г.
2. Доклад на одиторите на КТБ, изготвен по поръчка на БНБ (цитиран от в. “Сега”/22.X.2014 г.),
3. Данни на БНБ (цитирани от в. Градът-строителство от 14.01.2013 г.)
4. Данни на НСИ (Националния статистически институт на Република България) за БВП (брутния вътрешен продукт) на България за 2013 г. (www.nsi.bg)
5. Директива 94/19/ЕС за схемите за гарантиране на депозити, променена на 15.X.2008 г. с предложение № 2008/0199(COD) (сайт на Народното събрание на Република България: www.parliament.bg).
6. Нова ТВ, новините онлайн, сайт www.nova.bg
7. Закон за гарантиране на влоговете в банките (Обнародван: ДВ бр. 49/29.IV.1998 г.).
8. Средната работна заплата за България за 2013 г. /четвърто тримесечие/ (от Investor.bg)
9. Средната работна заплата за Германия за 2013 г., (цитирана от сп. Фрамар)
10. Статистика на БНБ за средния размер на депозитите в България, (домакинства и не-търговските организации в България) (www.bnb.bg)

ЗА МОНЕТАРНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА ДЪРЖАВНИТЕ БЮДЖЕТИ – МЕЖДУ ДОГМАТА И РЕАЛНОСТТА

Гл. ас. д-р Атанас Камеларов
Икономически университет – Варна

Резюме: *В последните години все повече се лансират идеи за директно финансиране на бюджетните дефицити от страна на централните банки, включително екстравагантни предложения за безвъзмездно финансиране на правителствени разходни програми чрез парична емисия. Въпреки че в еврозоната подобна практика е абсолютно недопустима, нетрадиционните мерки на паричната политика на Евросистемата в последно време предизвикват съмнения и дискусии за наличието на подобна тенденция.*

В терминологията на Европейската централна банка (ЕЦБ) *монетарното финансиране* се отнася до кредитиране на правителствата, на регионалните и местните органи на власт или на институции на Общността под каквато и да е форма от централната банка, в това число чрез директно придобиване от последната на дългови ценни книжа при тяхната емисия от изброените институции. Практически монетарното финансиране означава централната банка директно да кредитира бюджетния дефицит чрез парична емисия. Подобна практика е абсолютно забранена в Европейския съюз (ЕС).¹

¹ В чл. 123 от Договора за функциониране на ЕС е заявена категорична *забрана* за „предоставянето на овърдрафти или други видове кредитни улеснения от Европейската централна банка или централните банки на държавите-членки, (...) в полза на институциите, органите, службите или агенциите на Съюза,

Друго възможно тълкувание² на „монетарно финансиране“ свързва този феномен със ситуация, при която финансирането на бюджетния дефицит става чрез увеличаване на паричната база. В съвременните пазарни икономики това означава емисия на централнобанкови пари, които директно да бъдат на разположение на правителството за финансиране на неговите разходи. В по-ранни етапи от монетарната история на редица страни реализацията на подобно монетарно финансиране е ставала чрез емисия на книжни пари директно от държавата, например от финансовото министерство, но като правило тази практика вече е преустановена.

Днес централните банки могат да увеличават паричната база чрез провежданите операции на паричната политика. За да е налице монетарно финансиране е необходимо допълнително създадените централнобанкови пари да постъпват по сметките на правителството. Централната банка може да реализира технически тези операции чрез директно кредитиране на правителството или чрез покупка на новоемитирани съкровищни ценни книжа на първичните аукциони. При всички случаи монетизирането на държавни дългове създава само *временно* увеличение на паричната база – до погасяването на лихвите и главниците по тях. Разбира се, при едно последователно

централното управление, регионалните, местни или други органи на публична власт, на други органи, регулирани от публичното право, или на публични предприятия на държавите-членки, както и закупуването пряко от тях на дългови инструменти от Европейската централна банка или от националните централни банки.“ Този текст се повтаря дословно в чл. 21 от Устава на ЕСЦБ и ЕЦБ. Вж.: Консолидиран текст на Договора за функционирането на Европейския съюз. ОВ на ЕС, С 326, 26.10.2012; вж. също: Протокол (№ 4) за устава на Европейската система на централните банки и Европейската централна банка. ОВ на ЕС, С 326, 26.10.2012.

² Вж.: Turner, A. The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue. // IMF Jacques Polak Research Conference, November 5-6, 2015, p. 2.

рефинансиране на държавните дългове с настъпил падеж чрез ново кредитиране от централната банка, увеличението на паричната база ще стане *постоянно*. Ако една централна банка не притежава необходимата независимост от правителството и провежда подобни операции, постоянният ръст в емисията на централнобанкови пари за финансиране на бюджетните дефицити е гарантиран. Едно по-тясно тълкуване на „монетарно финансиране“ се свежда именно до ситуация, при която централната банка осигурява за постоянно по-високия размер на паричната база, с който е финансирала бюджетния дефицит.³

Догма ли е забраната за монетарно финансиране? Ако изобщо може да се говори за догми в доктрината на ортодоксалната монетарна политика на еврозоната, то тъкмо забраната за монетарното финансиране е най-близо до подобна представа. В тълковните речници под термина „догма“ могат да се намерят определения, които в голяма степен се припокриват и най-често звучат по следния начин: „принцип, който се възприема безрезервно за абсолютна истина и се прилага без промяна, без съобразяване с конкретната обстановка“;⁴ „фундаментален принцип, универсална и неоспорима истина, (...) нещо, в което се вярва сляпо и не се оспорва“.⁵

Забраната на монетарното финансиране действително е фундаментален принцип, чието отстояване обаче е напълно оправдано. Централните банки имат сериозни основания да се придържат към подобна забрана, а именно:

³ Пак там, с. 2.

⁴ Вж.: Тълковен речник. <http://talkoven.onlinerechnik.com/>.

⁵ Вж.: Treccani. Vocabolario on line. <http://www.treccani.it/vocabolario>.

- „Горчивият“ исторически опит от практиката на директното кредитиране на правителствата. Подобна книжнопарична емисия е водила до инфлация;
- Поддържане стабилността на паричната единица чрез елиминиране достъпа на държавата до привидно неограничен и практически безплатен източник за финансиране на държавните разходи;
- Осигуряване възможността на централната банка да провежда независима монетарна политика.

За разлика от догмите обаче, забраната за монетарното финансиране все по-често се подлага на съмнение от някои икономисти през последните две-три години. Някои от тях застъпват идеята за „хеликоптерните пари“ – крайна противоположност на забраната за монетарно финансиране. Тази метафора е използвана за първи път от Милтън Фридман – хеликоптер, от който ваят банкноти върху нищо неподозиращото население. Така се демонстрира ефекта от чистата книжнопарична емисия за стимулиране на потреблението. Техническото реализиране на тази идея означава централната банка да финансира *безвъзмездно* държавните разходи, например конкретни разходни програми на правителството, или пък да покрива бюджетния дефицит. Това означава централната банка не просто да придобива дълг директно от правителството, а да формира едно *безлихвено вземане без надеж* от държавата. Технически същият резултат може да се „конструира“ чрез споменатото по-горе монетизиране на държавен дълг и постоянно реинвестиране на постъпленията от изплащаните главници и лихви в нови емисии съкровищни ценни книжа.

Всъщност, идеята за „паричния хеликоптер“ не е нещо ново. Тя е доста интензивно изпробвана в края на XVIII век във Франция с емисията на т.нар. „асигнации“ след Френската революция. Подобна практика е емисията на американските greenbacks от Държавното съкровище на САЩ по време на гражданската война през 60-те години на XIX век. Точно по този повод един от видните представители на паричното и банково учение от 40-те години на миналия век и преподавател във Варненското висше търговско училище – Динко Тошев – отбелязва, че първоначално понятието „инфлация“ „е било употребено по време на гражданската война в Североамериканските съединени щати. Държавата е била принудена поради липса на други финансови средства и ресурси, да прибегне до издаването на книжни пари. Курсовата разлика на тези пари при заменянето им с метални е достигнала до 185%“.⁶ Това разбира се е нищо в сравнение с примерите за тотална обезценка на парите през XX век – например хиперинфлацията в Германия през 1923 г. или в Унгария през 1946 г. Резултатът от книжнопаричната емисия малко или много изглежда все по един и същ начин!

Впрочем, относно инфлацията вследствие книжнопаричната емисия от държавата, проф. Динко Тошев пише още следното: „инфлационните пари не са нищо друго освен едно предпочитано и сравнително най-удобно средство, до което прибегва държавата във време на война, понеже само тогава чувства една неизразимо остра нужда от финансови средства, която ѝ позволява да превъзмогне всички скрупули,

⁶ Тошев, Д. Теоретични бележки върху инфлацията. // *Економистъ*, кн. 3, 1941, с. 294.

които при друго време не биха допуснали да се стигне до такава крайност.⁷ Днес ползването на подобни практики могат да се класифицират не просто като *безскрупулни*. Идеята за паричния хеликоптер е *край на монетарната политика*, а централната банка няма да е нищо повече от отдел на финансовото министерство – нещо като негова ведомствена печатница.

Много по-обезпокоително е дали забраната за монетарното финансиране на държавните бюджети не се поставя под съмнение от институцията, чието призвание е да защитава стабилността на парите. Казано по друг начин – дали нетрадиционната монетарната политика в еврозоната през последните години не е едно постепенно, но решително движение в посока заобикаляне на тази забрана? Най-малко промените в политиката на ЕЦБ са тест за границите на търпимост на привържениците на ортодоксалната монетарна теория. Всъщност, ЕЦБ се промени през последните 6 години. С малки стъпки, бавно, но решително.

В периода 1999-2009 г. Евросистемата демонстрира една крайна неприязън към каквато и да е възможност да се допусне дори и съмнение за монетарно финансиране. Известно е, че това може да се прави чрез индиректно кредитиране на правителствата – като се придобиват съкровищни ценни книжа от централната банка при операциите на открития пазар, т.е. на вторичните пазари. До 2009 г. подобни опасения са напълно неоправдани, тъй като Евросистемата не провеждаше никакви окончателни (outright) транзакции със съкровищни ценни книжа. Всъщност до 2009 г. Евросистемата не извършва окончателни покупки на никакви ценни книжа и провежда монетарната политика само чрез репосделки. Глобалната финансова криза промени това.

⁷ Пак там, с. 294.

През юли 2009 г. ЕЦБ стартира първата програмата за покупка на обезпечени облигации (Covered Bond Purchase Programme). През ноември 2011 г. последва втора подобна програма, а през октомври 2014 г. стартират и третата, която днес е активна.

Много по-шокираща стъпка бе направена през май 2010 г. Дълговата криза в страните от периферията доведе до отпадане на най-голямото „табу“ в монетарната политика на ЕЦБ – тя започна да купува съкровищни ценни книжа на засегнатите от кризата държави – т.нар. Програма на пазарите на ценни книжа (Securities Market Programme). Първоначално се извършваше пълна стерилизация на този тип интервенции, така че да се парират обвиненията за монетарно финансиране. Покупките по тази програма приключиха през 2012 г., когато опасенията за разпадане на еврозоната и спекулациите около дълга на Италия и Испания доведоха до поредната стъпка – Окончателните монетарни транзакции (Outright Monetary Transactions), анонсирани през август 2012 г. Тази програма предвижда неограничени, но изцяло стерилизирани окончателни покупки на съкровищни ценни книжа на тези държави, чийто дълг е обект на спекулативна атака. Условие за подобни операции е съответната държава да участва в програмата за подкрепа от Европейския механизъм за стабилност. Това се оказва най-ефективната програма на ЕЦБ – тя постигна търсеният ефект без да се похарчи (или по-точно „отпечата“) дори едно евро. Въпреки че тази програма не е ползвана, тя не е отменена.

Впоследствие ниската инфлация и опасенията от дефлационна спирала доведоха най-напред до понижаване на лихвените равнища близо до 0%, а през юни 2014 г. ЕЦБ за първи път въведе отрицателна лихва по депозитното улеснение. Митът

за нулевата долна граница на лихвените проценти бе развенчан – всъщност ЕЦБ показва, че няма долна граница на номиналните лихви. Днес лихвата по депозитното улеснение е на отрицателна територия от -0.40%, а лихвата по основните рефинансиращи операции е 0%.

През март 2015 г. ЕЦБ стартира за първи път т.нар. „количествени улеснения“ (Quantitative Easing – QE). В основата им е програмата за масирани покупки на ценни книжа на публичния сектор – Public Sector Purchase Programme. Като част от по-общата програма за изкупуване на активи, Евросистемата започна да изкупува всеки месец ценни книжа на стойност 60 млрд. евро, а от април 2016 г. – по 80 млрд. евро месечно. Към това трябва да се добави, че през декември 2015 г. Управителният съвет на ЕЦБ реши да реинвестира всички постъпления от главниците при падежа на ценните книжа, изкупени в резултат на QE. Тази мярка ще се прилага толкова дълго, колкото е необходимо. Това означава, че създадените при QE пари може никога да не бъдат изтеглени обратно и поне на повърхността подобна конструкция напомня описаната по-рано схема на монетарно финансиране.

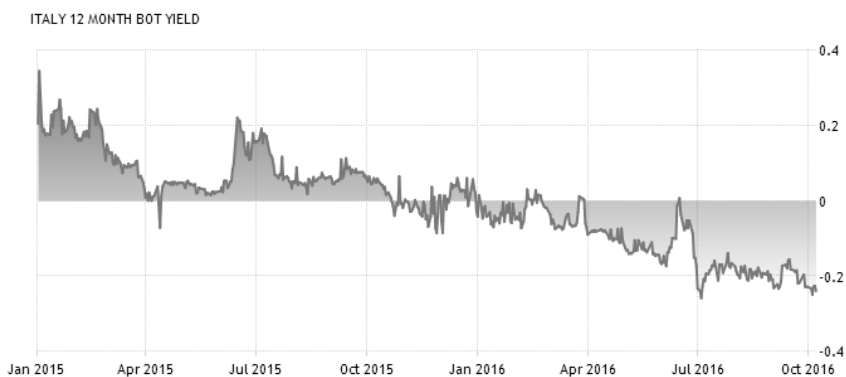
Освен всичко това, може само да се споменат 3-годишните дългосрочни операции по рефинансиране (LTRO) и последвалите цели LTRO. При определени условия чрез последните Евросистемата може да кредитира банките при отрицателна лихва. С това се пресича нова граница в теоретичните концепции за лихвата, след като през последните години светът на финансите стана свидетел на отрицателна доходност по съкровищните ценни книжа на редица правителства в еврозоната. На фигури 1 и 2 се вижда, че освен при средносрочните германски съкровищни книжа, отрицателна доходност се

наблюдава дори при съкровищните бонове на държавата с най-голям дълг в Европа – Италия.



Фигура 1. Доходност на 5-годишните германски съкровищни свидетелства

Източник: Tradingeconomics.com



Фигура 2. Доходност на 12-месечните италиански съкровищни бонове

Източник: Tradingeconomics.com

Основателно може да се зададе въпроса какво точно се случва и изобщо има ли нужда от „паричен хеликоптер“ при условие, че нестандартните мерки на ЕЦБ позволяват на правителствата да се финансират при нулева или отрицателна лихва? Казано по друг начин – развенчана ли е догмата за забраната на монетарното финансиране?

Въпреки всичко отговорът може би все още е „не“. Все още съществува граница между монетарната и фискалната политика, въпреки че днес тя е много „по-тънка“ отколкото няколко години по-рано. Все още Евросистемата провежда независима монетарна политика и успява да даде основателни аргументи за необходимостта от нестандартните мерки. Освен това е известно, че паричната политика променя монетарните и финансови условия в икономиката и така реализира своето въздействие върху решенията и поведението на икономическите субекти и върху стопанството като цяло. Едва ли правителствата в еврозоната могат да бъдат обвинявани, че промените в монетарните и финансови условия ги поставят в изключително комфортната позиция да си осигуряват дългово финансиране почти безплатно и дори да емитират дългове при отрицателна доходност.

Последните години някои държави спестяват доста лихвени разходи по публичния си дълг. Според изказване на Марио Драги пред германския Бундестаг от 28 септември 2016 г. само през 2015 г. Германия е спестила 28 млрд. евро лихвени разходи от очакваните.⁸ Разбира се, германското финансово министерство

⁸ Draghi, M. Working together for growth in Europe. Introductory remarks by Mario Draghi, President of the ECB, at Deutscher Bundestag, Berlin, 28 September 2016, <http://www.ecb.europa.eu>.

няма нужда от монетарно финансиране, но това все пак е щедър „подарък“, който намалява дълговото бреме.

От държавите в еврозоната най-голяма нужда от монетарно финансиране вероятно има Италия, ако разбира се не се брои патологичния случай Гърция. През 2012 г. доходността по дълга на Италия достига рекорден връх, което поставя под въпрос не само устойчивостта на нейните публични финанси, но и стабилността на еврозоната. Нестандартните мерки на паричната политика на ЕЦБ обаче редуцират значително разходите за лихви по дълга на Италианската република. Например, през 2013 г. лихвените разходи намаляват с 5,687 млрд. евро в сравнение с предходната година, а за 2014 и 2015 г. тези цифри са съответно 3,539 млрд. евро и 5,900 млрд. евро.⁹ С други думи за три години италианското правителство е спестило от лихви малко над 15,1 млрд. евро.

Интересен въпрос е дали, този своеобразен „подарък“ от ЕЦБ не е своеобразен „монетарен инженеринг“, който постига ефект, аналогичен на монетарното финансиране. Благодарение на паричната политика и редуцираните лихвени разходи могат да се финансират повече правителствени програми и данните в таблица 1 свидетелстват, че през 2013 и 2014 г. италианското правителство се възползва от тази възможност.

Таблица 1

**Ключови индикатори на италианските публични финанси
(в млрд. евро)**

Индикатор	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Първичен излишък	36.0	30.6	25.4	26.1
<i>Дял от БВП</i>	<i>2.3%</i>	<i>1.9%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.6%</i>

⁹ MEF. Rapporto sul debito pubblico. 2014, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_publico/, p. 67.; Вж също: MEF. Rapporto sul debito pubblico. 2015, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_publico/, p. 51.

Разходи за лихви	83.6	77.9	74.3	68.4
<i>Дял от БВП</i>	5.2%	4.8%	4.6%	4.2%
Бюджетен дефицит	47.5	47.3	48.9	42.4
<i>Дял от БВП</i>	2.9%	2.9%	3.0%	2.6%
Публичен дълг	1 989.8	2 069.7	2 136.2	2 171.7
<i>Дял от БВП</i>	123.3%	128.8%	132.5%	132.7%

Източник: Istat, МЕМ.

От таблицата се вижда, че намалението на лихвите през 2013 г. спрямо предходната година е съпроводено с почти същото намаление на първичния излишък, което означава повече разходи за сметка на спестените лихви, без да се излиза от Маастрихтските лимити за бюджетен дефицит. През 2014 г. намалението на първичния излишък е дори по-голямо от редуцията в лихвените разходи, което означава, че монетарната политика е дала своя принос за финансиране на по-високите бюджетни разходи. През 2015 г. обаче, след стартирането на количествените улеснения, първичният излишък расте и спестените разходи за лихви се използват по-осезаемо за редуциране на бюджетния дефицит и за ограничаване ръста на публичния дълг. Това означава, че поне през 2015 г. правителството на Италия не се възползва от разхлабената до крайност монетарна политика, за да финансира растежа на разходите си, а за да ограничи растежа на дълговото си бреме.

Тълкуването на тези данни може да бъде противоречиво и те пораждат основание за дискусия относно спазването на забраната за монетарно финансиране, въпреки че до момента операциите на Евросистемата не излизат извън рамките на законовите ограничения, заложиени в Договорите и в Устава на ЕЦБ. Освен това централните банкери във Франкфурт отричат категорично възможността за прибегване до монетарно

финансиране или до екстравагантните предложения за „хеликоптерните пари“. В тази връзка може да се припомни че само 2 години преди въвеждане на количествените улеснения Марио Драги отричаше тяхната пригодност в еврозоната. Това което ЕЦБ доказва през последните години обаче е, че може да предприема крайни мерки, които преди това са изглеждали немислими. Дали по същия начин забраната за монетарното финансиране няма да се окаже поредната развенчана догма един ден?

Използвана литература

1. Консолидиран текст на Договора за функционирането на Европейския съюз. ОВ на ЕС, С 326, 26.10.2012.
2. Протокол (№ 4) за устава на Европейската система на централните банки и Европейската централна банка. ОВ на ЕС, С 326, 26.10.2012.
3. Тошев, Д. Теоретични бележки върху инфлацията. // *Економистъ*, кн. 3, 1941, с. 293-302.
4. Тълковен речник. <http://talkoven.onlinerechnik.com/>.
5. Draghi, M. Working together for growth in Europe. Introductory remarks by Mario Draghi, President of the ECB, at Deutscher Bundestag, Berlin, 28 September 2016, <http://www.ecb.europa.eu>.
6. MEF. Rapporto sul debito pubblico. 2014, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_publico/.
7. MEF. Rapporto sul debito pubblico. 2015, http://www.dt.tesoro.it/it/debito_publico/.
8. Treccani. Vocabolario on line. <http://www.treccani.it/vocabolario>.
9. Turner, A. The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue. // IMF Jacques Polak Research Conference, November 5-6, 2015.

НЯКОИ АСПЕКТИ В ОБУЧЕНИЕТО ПО „ФИНАНСОВ МЕНИДЖМЪНТ“ С ЕРАЗЪМ И ЧУЖДЕСТРАННИ СТУДЕНТИ

Доц. д-р Ваня Цонкова

Великотърновски университет „Св. Св. Кирил и Методий“

Резюме: *В доклада се представя нов подход за съвместно обучение по „Финансов мениджмънт“ между български и чуждестранни студенти, преди всичко по програма „Еразъм“ и „Еразъм+“, като се поставя акцент върху прилаганите форми. Анализират се резултатите и приносите от такъв начин на обучение и възможностите за неговото използване в областта на финансовата наука.*

При настоящите условия на развитие на социално-икономическите процеси у нас, при задълбочаване мащабите на финансовата глобализация, възможностите за практическа реализация на студентите по финанси са изключително разнообразни. Личностното професионално развитие в турбулентна среда обаче изисква нови знания, умения и компетенции на завършилите, които надхвърлят традиционните разбирания. От изключително значение в тази посока е образователният процес, за чиято „мисия“ са валидни думите, често приписвани на ирландския поет и драматург Уилям Бътлър Йейтс (William Butler Yeats), че „образованието не е пълнене на ведро, а запалване на огън“. Независимо от наличието на спорове относно авторството, този често използван цитат умело показва какво стои в основата на автентичната професионална отдаденост и успехи – умението да запалиш интереса, способността да

провокираш, да дадеш възможност за сблъсък на мнения и идеи, да сложиш траен отпечатък върху личностното развитие.

Целта на образователната дейност в областта на финансите днес е подготовката на висококвалифицирани специалисти, с компетенции в условията на динамична международна конюнктура, необходими за финансовото управление на предприятията от финансовия и нефинансовия сектор, на организациите от бюджетната сфера, както и на институциите, извършващи финансово-контролна дейност. В процеса на обучение тази цел се реализират чрез изпълнение на следните задачи:

- ✓ Придобиване на знания в областта на финансовата наука и съвременните ѝ достижения, необходими за извършване на висококвалифицирана експертна, преподавателска и научноизследователска дейност;

- ✓ Овладяване на научната терминология, методологичните принципи и методологичния инструментариум на изследване в областта на икономиката и в частност – финансите, както и прилагането им при конкретни научно-практически изследвания по значими за националното и световното стопанство проблеми;

- ✓ Придобиване на умения и компетентности за анализирането на приоритетни за финансовата практика въпроси, както и предлагането и обосноваването на тази основа на оригинални решения и предложения в контекста на рискова и непредсказуема международна среда.

Инспирирани от глобализационните процеси в обществото и икономиката, както и възможностите на европейските програми за обмен на знание и студенти, в настоящия доклад си поставяме за цел да представим един нов подход за обучение на чуждестранни студенти по „Финансов мениджмънт“ и да се

извършим анализ на резултатите от съвместното обучение на български и чуждестранни студенти в рамките на Стопански факултет на Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“.

Финансовият мениджмънт е една от най-предпочитаните дисциплини от чуждестранни студенти от професионални направления „Икономика“ и „Администрация и управление“. Представянето на резултатите от обучението по тази учебна дисциплина се базира на следните изходни факти:

- ✓ 6 години опит в обучението на студенти по „Финансов мениджмънт“.
- ✓ Наличие на учебно помагало на английски език с речник, решени и нерешени казуси и задачи.¹
- ✓ Обучавани студенти – от университети в Полша, Холандия, Украйна, Испания, Финландия, Франция, Литва, Чехия, Киргизстан, Папуа Нова Гвинея.
- ✓ Специалности на обучаваните студенти – в областта на икономиката и управлението.
- ✓ Пристигащи (incoming) студенти по програма Erasmus (Erasmus +), студенти по програма Erasmus Mundus и студенти по договори за двустранно сътрудничество на Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“ с чуждестранни университети.
- ✓ Общо около 25 чуждестранни студенти, обучавани по „Финансов мениджмънт“, или средно 4-6 на година (семестър).²

¹ Tsonkova, V. Financial management (електронно мултимедийно помагало), ISBN 978-619-7048-89-6, 2014

² Учебната дисциплина се изучава в рамките на зимния семестър.

Интересът към учебната дисциплина „Финансов мениджмънт“ е провокиран от факта, че корпоративните финанси са водещо звено във финансовата система, а финансовото управление е една от най-съществените функции в управлението на предприятията.³

В обучителния процес като главна цел на финансовия мениджмънт се аргументира максимизирането на стойността на фирмата, а не просто на финансовия резултат предвид активизирането на корпоративния контрол и политиката по корпоративна социална отговорност.⁴

Като ключови аспекти на финансовия мениджмънт във връзка с реализиране на неговата цел, в курса се поставя акцент на:

- ✓ Финансирането на фирмената дейност (дългосрочно и краткосрочно);
- ✓ Инвестиционните решения, в т.ч. капиталовото бюджетиране;
- ✓ Дивидентната политика.

Тези аспекти са от интерес не само за управленския екип и настоящите собственици, но и за кредиторите, потенциалните инвеститори, персонала, обществото и пр., в съответствие с популярната днес концепция за т.нар. заинтересовани лица (stakeholders).⁵

Цел на учебното съдържание е систематично изясняване на финансовите аспекти от дейността на фирмите, с акцент върху акционерните дружества, имайки предвид обстоятелството, че те

³ Цонкова, В. Основи на финансовия мениджмънт, Пловдив: Астарта, 2014, с. 7-11

⁴ Пак там, с. 11-14

⁵ <http://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>

са най-мощните структури при съвременни условия, с разнообразни възможности за финансиране и инвестиране на капиталите. Въпреки това, следва да се има предвид, че разглежданите принципи, също се прилагат и при други правно-организационни форми на бизнеса – както персонални, така и капиталови дружества, в т.ч. МСП като генератори на иновациите.

Конкретните теми, включени в учебната програма, са следните:

- I. Въведение във финансовия мениджмънт – цели и функции на финансовия мениджмънт. Съвременни концепции.
- II. Правна рамка, счетоводни и данъчни аспекти на финансовия мениджмънт.
- III. Основни инвестиционни концепции. Времева стойност на парите.
- IV. Методология на инвестиционните решения.
- V. Специфики в оценяването и определянето на доходността на финансовите активи.
- VI. Анализ и оценка на риска и инфлацията в инвестиционните решения.
- VII. Дългосрочно финансиране на предприятията – източници, начини и правни аспекти. Увеличаване и намаляване на капитала на предприятието.
- VIII. Методология при определяне на цената на капитала (среднопретеглена цена на капитала).
- IX. Управление на капиталовата структура на предприятието.
- X. Дивидентна политика.
- XI. Управление на оборотния капитал. Подходи при финансирането на текущите активи на предприятието.
- XII. Финансово планиране и финансов анализ.

При изясняване на основните проблеми се изхожда от достиженията на водещи български и чуждестранни автори в областта на финансовия мениджмънт. Курсът е в синхрон със съществуващите счетоводни и данъчни нормативни разпоредби, като в същото време отчита динамичната среда и потребности, пред които се изправят съвременните предприятия.

Предвид практическата насоченост на разглежданите теми в курса се организират дискусии относно специфичните влияния на държавната политика и националната икономика, решават се казуси и задачи. Всяка тема завършва с тестове и задачи за самоподготовка.

Специфичните активности, включени в курса по „Финансов мениджмънт“ и предназначени за чуждестранни студенти, са в следните насоки:

- 1) Лекции по групи с чуждестранни студенти;
- 2) Семинари с дискусии относно специфичните правни и данъчни аспекти на разглеждания проблем от гледна точка на държавата на студента;
- 3) Интегриране на чуждестранните студенти в часовете с българските студенти. Там чуждестранните студенти постепенно привикват със звученето и усъвършенстват разбирането на български език⁶, както и усвояват специфичната материя по „Финансов мениджмънт“ с помощта на речника в учебника на английски език и със сътрудничеството с българските студенти в рамките на учебните занятия. Този процес се подпомага от обстоятелството, че по време на лекциите и семинарите се

⁶ В учебния план на чуждестранните студенти във ВТУ се включват часове по „Български език“.

използват международно приетите означения на понятията на английски език и успоредно с българския термин се акцентира и на неговия английски (и международно употребяван) еквивалент.

- 4) Решаване на практически задачи в малки групи и заедно с български студенти. Някои задачи се решават и с помощта на функциите в MS Excel и фокусът е върху интерпретацията и приложимостта на получените резултати. В рамките на отделните групи се разработват и казуси към останалите групи, както и се решават казуси на други групи в рамките на групата.
- 5) Разработване на курсови работи върху конкретна тема от курса в светлината на специфичните условия и правна среда в държавата на студента.
- 6) Съвместни презентации - презентация на курсовите работи на чуждестранни и български студенти английски език. Провеждат се дискусии и се сравняват възлови моменти в презентациите. Ключовите моменти са например, данъчната политика и нейното влияние върху фирмените решения, интегриране на политиката по корпоративна социална отговорност във финансовите решения, правни и пазарни аспекти при набирането на капитала, примери за специфични дивидентни политики и техните влияния върху инвестиционната общност, фактори, влияещи върху избора на капиталова структура и пр.
- 7) Участие в студентски конференции, кръгли маси и публични лекции, организирани от катедра „Финанси и счетоводство“, представени от известни експерти и мениджъри в областта на финансите.

Общата оценка както на чуждестранните, така и на

българските студенти се формира от текущото оценяване, от съдържанието и презентацията на курсовата работа, както и от семестриалния изпит. При всички изпитни форми се държи изключително на интерпретацията на получените резултати и техните влияния върху стойността на фирмата и нейното бъдеще.

Едно от най-оценяваните приложения на курса по „Финансов мениджмънт“ и съвместната работа с чуждестранни студенти е участието на български студенти от ВТУ в международния проект „Подготовка на преподавателите за усъвършенстване атрактивността и качеството на управленското образование чрез симулационното средство „Emerald Forest“ (MST-EF)⁷“.

Съдържанието на проекта се изразява в представяне и приложение на софтуер за виртуална, интернет-базирана симулация за вземане на решения, свързани с финансовото управление в малки и средни предприятия (SMEs).

Главната цел на проекта е да осъществи практическо обучение на студентите при управление на фирми при квази-реални условия – високо конкурентен пазар и турбулентна среда.

В състезанието има два ключови аспекта – състезание по финансови резултати и състезание по иновативност.⁸

Съществен фактор за успешните резултати на българските студенти е съвместното обучение с чуждестранни студенти. Изявилите желание и взели участие студенти от българска страна са преди всичко тези, които са обучавани едновременно с

⁷ Leonardo da Vinci Transfer of Innovation project “Teacher training to improve attractiveness and quality of management education through the simulation tool ‘Emerald Forest’ (MST-EF)”

⁸ Todorova, M., Tsonkova, V., Byanova, N. Serious games in Economics. Sofia: Proceedings from International Conference. Institute of Mathematics and Informatics – BAS, 2012, p. 188-192

чуждестранни студенти. Най-успешните в учебния процес, както и най-активните в екипната работа по време на семинарните занятия с чуждестранни студенти, са и най-добре представилите се както на проведеното състезание в рамките на ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, така и на международното състезание, проведено във Валмиера, Латвия.

С цел да се изследваме ползата от съвместното обучение на български и чуждестранни студенти по „Финансов мениджмънт“ е приложена следната методика.

Избрани са две групи обучаеми със сравнително еднакъв среден успех и способности. В едната група часовете се провеждат съвместно с чуждестранни студенти посредством разгледаните форми на обучение, а в другата – по традиционен начин, без сътрудничество с чуждестранни студенти. След проведения семестриален изпит е изчислен коефициентът на асоциацията на Юл⁹, като резултатите са обобщени в т.нар. „таблица с четири полета“ (Таблица 1).

Таблица 1

Зависимост между метода на обучение и изпитните резултати на българските студенти

$\varphi = \frac{ad - bc}{ad + bc} = \frac{30.23 - 12.10}{30.23 + 12.10} = 0.7037$		Метод на обучение		Суми по редове
		Съвместно обучение с чуждестранни студенти	Обучение само на български студенти	
Изпитни резултати на български студенти	Високи оценки (5 и 6)	30 (a)	12 (b)	42
	Ниски оценки (оценки 2 - 4)	10 (c)	23 (d)	33
Суми по колони		40	35	75

⁹ Трифонов, Т., Цонкова, В. Статистика в икономиката и управлението, Велико Търново: Астарта, 2009, с. 160-161

Коефициентът на асоциация на Юл теоретично приема стойности до 0 до 1, като крайните стойности съответстват на пълна независимост и пълна зависимост между наблюдаваните два признака. Стойност от 0,70, каквато е изчислена за конкретното изследване, означава наличие на силна корелационна зависимост между признаците.

От полетата в таблицата се вижда, че съвместното обучение на български с чуждестранни студенти повлиява върху реализирането на високи резултати на семестриалните изпити за по-голямата част от студентите (30 от общо 40), както и че обучението само на български студенти е последвано от по-ниско представяне на повечето студенти (23 от общо 35) – те реализират оценки от 2 до 4.

От получения краен резултат на коефициента на асоциация на Юл – 0,70, може да се направи изводът за наличието на силна (тясна) зависимост между прилагания метод за обучение и резултатите от семестриалните изпити.

Наблюдението върху групите, където се работи съвместно с чуждестранни колеги, показва детерминантите на посочената силна корелационна зависимост. В тези групи решаването на казусите и задачите е много по-мотивирано и продуктивно, наблюдават се иновативни предложения, генерират се рационални идеи и изводи, като причините могат да се търсят в следното:

- ✓ В съвместните групи акцентът е върху *дискусиите относно добрите практики и влиянието на специфични условия*, както и върху *икономическата интерпретация* на получените финансови резултати, което води до по-добро разбиране и обвързване на учебното съдържание по изучаваните икономически дисциплини;

- ✓ Студентите са *по-мотивирани да се подготвят* с цел успешното си представяне на семинарите;
- ✓ Студентите *упражняват своя професионален английски език*, което им помага да четат допълнителна специализирана финансова литература, специализирани списания и финансови интернет страници.

Приложеният подход за обучение на чуждестранни студенти и съвместното протичане на учебните занятия с български студенти показва реализирането на редица положителни ефекти както в образователния процес, така и впоследствие – извън него. Те могат да бъдат обобщени в следните насоки:

- ✓ Усъвършенстване на комуникативния и бизнес английски език;
- ✓ Разбиране как специфичните условия в националната икономика оказват влияние върху финансовите решения;
- ✓ Положително влияние върху активното използване на възможностите на програма Erasmus+ за обучение и практики (outgoing students), както и по-успешно представяне при кандидатстване за стажове, практики и работа;
- ✓ Придобиване на умения за вземане на обосновани финансови решения в международна конкурентна среда;
- ✓ Развиване на компетенции за управление на времето и реакции в кризисни ситуации;
- ✓ Придобиване на опит за работа в международни екипи и среда;
- ✓ Развиване на творческо мислене и разработване на симулационни модели в процеса на вземане на решения;

- ✓ Разпространение на приносите от курсовите работи сред студенти, преподаватели и представителите на бизнес средите;
- ✓ Внедряване на нови методи и форми в учебните планове и програми за получаване допълнителни знания и придобиване на практически умения;
- ✓ Усъвършенстване на международното сътрудничество в областта на финансовата наука.

Обучението по „Финансов мениджмънт“ съвместно с чуждестранни студенти е опит за прилагане на добри практики в обучението „извън догмите“ и придобиването на практически умения и компетенции в областта на съвременната финансова практика.

То способства за активно международно сътрудничество в областта на финансовото познание. Интегрираното обучение по финансови дисциплини усъвършенства качеството на преподаването и повишава интереса на студентите в образователния процес и тяхната реализация в реална среда. То допринася и за придобиване на полезен межкултурен опит и оставя траен отпечатък върху професионалното бъдеще на студентите, обогатявайки ги с ценни личностни качества.

Използвана литература

1. Трифонов, Т., Цонкова, В. Статистика в икономиката и управлението, Велико Търново: Астарта, 2009.
2. Цонкова, В. Основи на финансовия мениджмънт, Пловдив: Астарта, 2014.
3. Emerald Forest – Management Game: Staff Instruction Manual – November 2011
4. Emerald Forest – Management Game: Student Instruction Manual – February 2012

5. Todorova, M., Tsonkova, V., Byanova, N. Serious games in Economics. Sofia: Proceedings from International Conference. Institute of Mathematics and Informatics – BAS, 2012
6. Tsonkova, V. Financial management (електронно мултимедийно помагало), ISBN 978-619-7048-89-6, 2014
7. <http://www.emerald-forest.eu>
8. <http://www.emeraldforesthôtel.com>
9. <http://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>

ВТОРА ДИСКУСИЯ

Модератор: доц. д-р Любомир Георгиев, ИУ – Варна

Участници:

проф. д-р Стефан Вачков, ИУ – Варна

доц. д-р Банчо Банов, СУ „Св. Климент Охридски“

доц. д-р Димитър Рафаилов, ИУ – Варна

гл. ас. д-р Атанас Камеларов, ИУ – Варна

гл. ас. д-р Ирена Николова, НБУ – София

Доц. Георгиев: Благодаря на колегите за интересните доклади! Имате думата за мнения, изказвания, а също така и за въпроси към докладчиците. Доц. Банов, заповядайте.

Доц. Банов: Има няколко неща, които искам да кажа. Първо, относно дигиталните пари. Аз лично много не вярвам в дигиталните пари, но преди 2-3 години видях при един приятел, че има и дигитални стоки – т.е. стоки, които нито можеш да пипнеш, нито можеш да носиш, те са само виртуални, но пак плащаш за тях. Това са стоките в електронните игри, компютърни игри в интернет. Ти се биеш с някакви рицари и си купуваш дигитален кон, дигитални доспехи, дигитална шпага, влизаш в компютъра и плащаш до 1000 долара за тях. Бих препоръчал трудовете на проф. Николай Неновски от УНСС. Той имаше една идея всяка банка да издава свои пари. И, по метода на еволюцията, да останат тези пари, които „оживеят“. След това, като се свързва малка и голяма икономика, малката може да

пострада. По един начин са нещата в малката икономика, по друг в голямата.

Ще кажа и моето мнение във връзка с доклада на колежата Камеларов. Италия сравнително лесно оцеля от кризата и не се наложи влизане на МВФ, защото италианците сами държат своя дълг. Докато в други държави, като Португалия, влезе МВФ. Ние помним МВФ от 1997-ма година и знаем, че той където влезе, трева не никне. Трябваше да приватизираме Балкан. Тук колежите от Варна ще кажат както стана с варненската корабостроителница и редица заводи, с Полимери Девня и други. Имам една португалска студентка в магистърска програма на английски и тя ми каза, че при тях е дошъл МВФ и им е отменил 4 национални празника. Това е, както каза проф. Вачков, от една догма отиваме в друга.

За мултинационалните компании – те избират в кой клон и в коя държава да фактурират високи доходи. Там където има най-оптимално данъчно облагане, там им отиват високите доходи. Както Уорън Бъфет беше казал“ „Аз плащам по-малко данъци отколкото моята секретарка“. Благодаря!

Доц. Георгиев: Благодаря на доц. Банов. Проф. Вачков, заповядайте!

Проф. Вачков: Бих се обърнал към колежата Камеларов с един тривиален въпрос, като го помоля за неговото мнение. Отново се възстановява дискусиата, която се движи на цикли в България вече 7-8 години, за влизането в Еврозоната. Дали е време, тъй като нашият премиер изказа едно противно мнение. Какво е Вашето мнение по този въпрос?

Гл. ас. Камеларов: Ако се обсъжда дали някоя държава да се присъедини към Еврозоната, обикновено се тръгва от въпроса за оптималните валутни зони. Също така се обсъжда какво ще изгуби една страна когато нейният обменен курс е фиксиран и различните негативни ефекти при едни такива процеси. Но тези негативни ефекти ние вече сме ги изживявали. Ние 20 години (от 1997 г. до 2017 г.) имаме валутен борд и сме обвързани първо към германската марка три години, след това към еврото, така че аргументът, че ние ще загубим от това, че губим лева като валута, просто отпада. Така или иначе валутният курс при нас вече е фиксиран 20 години, имаме свободно движение на капитали, хора, стоки, ние сме малка отворена икономика. Няма какво толкова лошо да ни се случи от това, че валутният курс е фиксиран. Всякакви негативни ефекти, ако е имало, те най-вероятно вече са се отразили и предполагам, че това не е проблем.

Казано по друг начин, ако има някакви негативни ефекти от това, че една страна използва фиксиран обменен курс, ние сме ги понесли. От друга страна обаче, не получаваме позитивите от това да сме в еврозоната. Например нашите банки не могат да се финансират при лихви, близки до нулата. Лихвените проценти в България са доста по-високи, поне по кредитите, от тези в Еврозоната. Нашите банки са принудени, за да оцеляват, да поддържат много висока ликвидност. Да се държат двадесет и няколко процента ликвидни активи, и то не ценни книжа, а готова наличност, е патология. Това от една страна се дължи на политиката на БНБ да поддържа голям процент на минимални задължителни резерви, стандартно 10% при 0,1% в Еврозоната.

Влизането на България в Еврозоната от гледна точка на лева, на валутата ни, на банковата ни система, едва ли ще е нещо

лошо. Проблемът е, че процесите, които в момента текат в Европа, са свързани с изграждане не само на обща монетарна политика, а на обща икономическа политика. Въпросът е какво още върви с въвеждане на еврото в близка и далечна перспектива? Разбира се веднага трябва да станем член на банковия съюз. Това беше заявено, че ще правим през 2014 г., но тези проекти изчезнаха. Като цяло не виждам никакъв проблем за България от гледна точка на валутата, на българския лев, на паричната единица, на БНБ. БНБ ще стане част от Евросистемата. Пак ще имаме типична централна банка, а няма да сме в този режим вече 20 години.

Доц. Георгиев: Благодаря. Има ли други въпроси?

Доц. Банов: Имам реплика. От три години всяка година ме пращат на обмен в Кьолн. Говоря с колеги преподаватели финансисти, икономисти и по тези въпроси. По този въпрос, който зададохте на колегата Камеларов, германските ни професори казват, че Гърция даде такъв урок на Еврозоната, че скоро няма да се престрашат да приемат друга държава с подобна „слава“.

Доц. Георгиев: Аз имам един кратък въпрос: сигнал за самоунищожаване на ЕЦБ ли е нейната политика, както и развитието на дигиталните валути? Дали това не са някакви сигнали към отказ от централното банкерство в бъдеще?

Гл. ас. Камеларов: Ако става въпрос за ЕЦБ, за евросистемата, според Марио Драги всичко това, което видяхме като жалон, като маркери по пътя, който е извървяла, е спасило

Евროзоната от катастрофа. Може би е прав. Не зная какво би станало ако не бяха предприели тези мерки. Винаги трябва да следим какво правят централните банки. Не мисля, че е някакъв край, макар че това, което се случва – тези отрицателни лихви, този пробив в теорията, поставят много открити въпроси.

Гл. ас. Николова: Според мен централните банки, не само ЕЦБ, са под натиск. Инструментите на паричната политика, които действаха до момента, със сигурност не дават желаните резултати. Това го виждаме по отношение на основния лихвен процент. Количествените улеснения, както и другите нетрадиционни инструменти, използвани след световната финансова криза, показват, че класическите форми на инструменти на паричната политика вече не дават желания резултат. Централното банкиране, поне към момента, ползвайки нови инструменти, се опитва да се приспособи към средата. Това е дори една революция, тъй като дълги години централното банкиране е ползвало едни и същи инструменти. А в период от по-малко от 10 г. виждаме доста нови, които се появяват. Появата на толкова дигитални валути (за една година около 300) към момента диверсифицира натиска върху конкретни валути. Обаче ако този пазар, дигиталния, се обедини около една или две по-сериозни дигитални валути, тогава положението според мен ще е съвсем различно. Ако транзакциите, преводите, които минават в 700 валути, се концентрират в една, тогава натискът върху паричната политика, върху централното банкиране, ще е по-сериозен. Това вероятно ще се случи, но сега сме на етапа на разоряването, защото всеки иска да печели по отделно. Особено в Азия, в офшорните зони на Китай, където платформите на такъв тип валути са много.

Гл. ас. Камеларов: Във връзка с дигиталните валути и биткойн аз не мога да кажа, че не вярвам в биткойн, но пък и не съм напълно убеден дали са пари. За сега си мисля, че централното банкерство, парите, паричната система и дигиталните валути са паралелни измерения, паралелни светове. Мисля, че трябва да гледаме на дигиталните валути по-скоро като на инвестиционен актив, заради флукуациите в цените. Приличат на акция, чиято цена непрекъснато се качва и пада. Може би голяма част от държателите на биткойн и подобни валути имат подобни нагласи и гледат на тях преди всичко като нещо, от което да спечелят. Разбира се могат да се използват и за плащания като платежна система, но накъде точно ще се развият нещата, още е неясно.

Доц. Рафаилов: В тази връзка можем да свържем фалита на КТБ, политиката на ЕЦБ и виртуалните валути. Както каза доц. Георгиев, тази поява на виртуални валути явно е сигнал, че в реалните пари нещо не е както трябва. Ето примера с всеобщата директива и нейното приложение, това доказва моята теза, че когато имаме лоши регулации, вместо да стабилизират, те дестабилизируют системата. Друг пример е политиката на големите централни банки, които също в една или друга степен водят до някакво недоверие в стандартната парична система. Лично за мен икономическите субекти търсят някаква алтернатива и една е именно тези виртуални пари. При тях ценното е не толкова че се използват като виртуални пари, а blockchain технологията и свързаните с нея виртуални контракти. Това може да доведе до коренна промяна във финансовата система, финансовите взаимоотношения, вкл. на парите. Там има възможности за много големи иновации и развитие в бъдеще.

Гл. ас. Камеларов: Да, разбира се, че има връзка. Става въпрос за преразпределение. Ако говорим за финансиране на държавата от страна на централната банка чрез печатане на пари, каквото представлява монетарното финансиране, това е преразпределение. Държавата има възможност да ползва ресурса на частния сектор и да решава къде да го насочи. Дали това е най-доброто, дали тя може да го направи най-ефективно? Някои от идеите за подобно монетарно финансиране е дори парите да не отиват в банките – не централните банки да кредитират банките, а те от своя страна – икономиката, а направо парите да отиват в хората. Технически това е много трудно може да се осъществи без държавата, т.е. трябва да мине през държавата и тя да решава на кого ще разпределя, по колко, как. Това за страна като България ще бъде бюрократичен кошмар и абсолютна корупция. От социална гледна точка няма да направи живота на хората по-щастлив.

Доц. Георгиев: Благодаря на колегата Камеларов. Други въпроси? Заповядайте!

Доц. Банов: Пак ще се включа в дискусиата. Ще ви разкажа две неща, които са повод за размисъл. Първо, защо депозантите търпят отрицателни или ниски лихви? По време на кризата, когато еврото се разклати и швейцарския франк „скочи“, германските банк предлагаха следната услуга. Имате някакъв депозит в евро, веднага Ви го правят в злато и го заключват в трезора на банката. Обаче срещу такса. Малко преди това един познат продаде семейна земя и вложи всички пари в злато. Това са 30 000 лв. в злато. Той купи класически австрийски и френски наполеони и ги заключи в трезор, който струваше 185 лева на

година. Само след 2 години парите му в лева се удвоиха. Не знам какви са инвестициите в биткойн, в щатски долар, но като златото такава печалба не съм виждал. Той ми каза, че финансовите къщи, които му купуват наполеоните, казват, че самите европейци почват да си купуват стари наполеони. Френският наполеон, който е по-некачествен от австрийския, върви по-скъпо, защото има по-голямо търсене от французи, да си пълнят трезорите с наполеони. Даже имаше случай в България с обрани трезори, при които собствениците не искаха да казват какво е имало в трезорите. Можете да си представите какво е имало, но собствениците си държат парите в трезори и в злато.

ИРАЦИОНАЛНОТО ПОВЕДЕНИЕ ПРИ ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ В УСЛОВИЯТА НА РИСК И НЕОПРЕДЕЛЕНОСТ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ¹

х. ас. д-р Боян Иванчев

Университет за национално и световно стопанство – София

Резюме: В настоящия доклад се представя оригинално изследване на „горещия пазар“ на първично публично предлагане в България и сравнение с коректно и подходящо избран бенчмарк, който съответства най-добре на местните български условия. Резултатите от изследването са изненадващи за индивидуалните инвеститори и особено за фонд-мениджърите на институционалните инвеститори, които са купували от акциите на първичните публични предлагания за портфейлите на институциите, в които работят.

Един от много показателните примери за ирационалното поведение на инвеститорите и пазарите са „горещите пазари“ (Hot Markets) при първично публично предлагане на акции, при които както обемите, така и цените на активите се покачват неоправдано. Според редица автори (Lowry, 2001) водещите причини, които имат изключителна важност за флукуациите в обемите и цените на пласираните активи при първично публично предлагане, могат да бъдат обобщени по следния начин:

¹ Докладът е публикуван в различна версия в Ivantchev B. IPO Hot Market in Bulgaria: Performance, Investor Biases. Journal of Advancements in Economics, Finance&Accounting, USA, 2015.

- Важна причина за по-високите обеми е наличието на силно позитивни икономически условия и наличието на повече инвестиционни възможности.
- Друга важна причина за покачване на цените е засиленото търсене на активи от страна на инвеститорите.
- Диспропорционалното емитиране на публичен капитал от компаниите се случва в секторите, в които са „горещите пазари“ и са надценени като цяло от фондовия пазар.

При сценария на „горещи пазари“ е много типично проявлението на ирационалното поведение на инвеститорите и следователно на уронване на т.нар. ефективност на пазарите и парадигмата за рационалността на хората и рационалния инвеститор.

В дългосрочен период, емитирането на акции чрез първично публично предлагане в условията на „горещи пазари“ показва, че компаниите, емитирали капитал в тези условия, показват по-слаби резултати в сравнение с други компании от същите сектори. В изследването на Ритер твърдението се потвърждава за капиталовите пазари в САЩ (Ritter, 2003:255–306), където за периода на изследването, обхващащ от 1970 до 2000 г., възвръщаемостта за първите пет години на компаниите след извършване на IPO е между 2,2% до 3,8% по-ниска от сравнимите компании.

В друго изследване на Ритер, но вече за капиталови пазари и компании извън САЩ, обхващащо дванадесет страни от четири континента (Ritter, 1998), резултатите показват, че възвръщаемостта от инвестиции в компании, извършили първично публично предлагане по време на т.нар. „горещи пазари“ е също по-ниска от инвестициите в сравними компании от съответните пазари. И двете изследвания потвърждават

ирационалността на инвеститорите, които не искат да „изпуснат златната възможност“ по време на т.нар. възходящи и „горещи пазари“.

В настоящия доклад представям оригинално изследване на „горещия пазар“ на първично публично предлагане в България и сравнение с коректно и подходящо избран бенчмарк, който съответства най-добре на местните български условия. Резултатите от изследването ще бъдат изключителна изненада за индивидуалните инвеститори и особено за фонд-мениджърите на институционалните инвеститори, които са купували от акциите на първичните публични предлагания за портфейлите на институциите, в които работят.

Горещ пазар и първично публично предлагане в България

Изследването сравнява доходността на компании, емитирали капитал чрез първично публично предлагане и листвани на БФБ АД с доходността на избрания от мен бенчмарк – борсовият индекс ВG40².

Избор на бенчмарк

На малкия фондов пазар в България и ниската му ликвидност няма възможност компаниите-емитенти да бъдат достатъчно коректно сравнени с други компании на фондовата борса, които биха могли да бъдат релевантни техни субститути на базата на:

- еднакъв сектор;
- подобна пазарна капитализация;

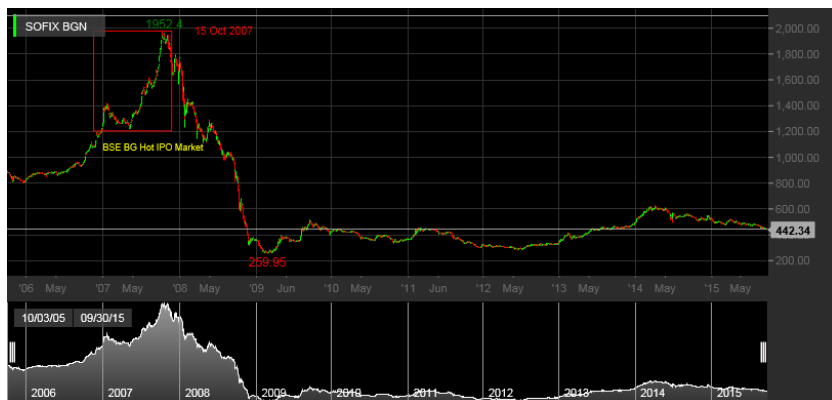
² ВG40 се състои от емисиите акции на 40-те дружества с най-голям брой сделки за последните шест месеца. Изчислението на индекса стартира от 1 февруари 2005 г. с базова стойност 100.

- подобни приходи;
- подобни финансови и пазарни показатели.

Поради това изследването приема за коректно доходността от инвестициите в акции на компаниите, направили успешно пласиране чрез първично публично предлагане, да бъде сравнявана с доходността на индекса на БФБ АД – BG40.

Времени период

Изследването обхваща бума на IPO в България от средата на 2006 г. до края на 2007 г. Този период има характеристиките на „горещ пазар“ на капиталовия пазар в България и поради това, че и двата водещи индекса на БФБ АД (SOFIX и BG 40) отбелязват историческите си максимуми през октомври 2007 г., което ясно личи от фиг. 1



Фигура 1. Период на „горещ пазар“ на БФБ

Времевата база на изследването е прецизирана с първоначалната дата за записване на акции от конкретните IPO.

Компании, отговарящи на времевия период от изследването

На изброените по-горе критерии отговарят 16 първоначални публични предлагания на българския капиталов пазар, както следва: Агрия АД; Трейс Груп Холд. АД; Девин АД; Специализирани бизнес системи АД; Бианор Холд. АД; Каолин АД; КТБ АД; ПИБ АД; Химимпорт АД; Монбат АД; Енемона АД; ЦБА Асет мениджмънт АД; София комерс Заложни къщи АД; Адванс Екуити Холд. АД; Билборд АД; Зърнени храни АД; Еврохолд България АД³. Информация за тях е представена в табл. 1.

Таблица 1

Първоначални публични предлагания (IPO) през „горещия период“

Емитент	Н-чал (лв.)	Обем преди IPO	IPO: Предложени акции	IPO: Записани акции	Набрана сума (лв.)	IPO метод	IPO: Начална и крайна дата	Първи ден на търговия на БФБ	Сегмент
Агрия АД	1	5100000	1700000	1700000	15368000	В	29.11.2007 3.12.2007	11.03.2008	Стандарт
Енемона АД	1	9933600	2000000	2000000	33600000	В	27.11.2007 27.11.2007	23.01.2008	Премиум
ЦБА Асет мениджмънт АД	1	16300000	3900000	3900000	14430000	В	16.11.2007 16.11.2007	23.01.2008	Стандарт
Трейс Груп Холд. АД	1	2000000	200000	200000	22100000	F	26.10.2007 26.10.2007	15.12.2007	Стандарт
Девин АД	1	14891306	3000000	3000000	18300000	В	25.07.2007 25.07.2007	20.09.2007	Неофиц. пазар „А“
Специализиран и бизнес системи АД	50	3319000	33620	33620	2286160	F	11.07.2007 24.07.2007	10.09.2007	Стандарт
Бианор Холд. АД	1	540222	135000	135000	1383750	В	25.06.2007 29.06.2007	10.09.2007	Стандарт

³ Изключение от критериите прави Еврохолд България АД – тази компания е включена на база на продажбата на 6% от капитала на компанията на 14 февруари 2007 г., чиято цел е увеличаване на free float на акциите, търгувани на БФБ АД, като подготовка за планираното увеличение на капитала на компанията (впоследствие през същата година капиталът на компанията е увеличен с 12 495 050 лв.).

Каолин АД	1	20419380	5000000	4580620	61838370	В	18.04.2007 20.04.2007	21.05.2007	Стандарт
КТБ АД	10	50000000	1000000	1000000	58500000	В	10.05.2007 10.05.2007	18.06.2007	Стандарт
ПИБ АД	1	100000000	10000000	10000000	107000000	В	7.05.2007 18.05.2007	25.06.2007	Премиум
Химимпорт АД	1	44335656	11083914	11083914	44335656	F	7.09.2006 20.09.2006	30.10.2006	Премиум
Монбат АД	1	14800000	4700000	4700000	32670000	В	17.11.2006 17.11.2006	3.01.2007	Премиум
Аванс Екуити Холд. АД	1	2000000	10000000	9984284	10190862	А	25.07.2006 3.08.2006	25.10.2007	Стандарт
Билборд АД	1	6000000	1500000	1500000	10950000	В	5.12.2007 7.12.2007	20.02.2008	Стандарт
София комерс Заложни къщи АД	1	2000000	400000	400000	2107000	А	3.10.2006 13.10.2006	3.10.2006	Стандарт
Зърнени храни АД	1		42696000	42696000	192000000	В	12.12.2007 14.12.2007	17.12.2007	Стандарт

Легенда за метода на IPO: В – Букбилдинг; F – Предлагане с фиксирана цена, А – смесен закрит аукцион.

Селекция на компаниите

- Изключени са компаниите, за които пазарните участници и трейдъри имат информация и капиталовия пазар знае, че техните мажоритарни собственици влияят и управляват цените на акциите си, без да са обявили официално тези си действия.
- Изключена е компанията Монбат АД, която официално управлява и влияе на цените на акциите си чрез стартираното обратно изкупуване (на до 115 380 броя акции) още на 1 август 2008 г. с цел стабилизиране на ценовите нива на собствените си акции. Впоследствие компанията многократно извършва обратно изкупуване на допълнителни количества акции.
- Допуснати са компании, които са привлекли капитал от първично публично предлагане в размер на 20 млн. лева или

много близо до тази сума (изключението е само за Еврохолд АД).

В резултат на описаните критерии и изисквания настоящото изследване селектира следните 5 дружества от различни сектори на българската икономика:

- Химимпорт АД (СНМ);
- Зърнени храни АД (ZHBG);
- Еврохолд България АД (EUBG);
- ПИБ АД (FIB);
- Трейс Груп Холд. АД (TRACE).

Начин за сравнение на доходността

Сравнението на доходността обхваща пет едногодишни периода след първия борсов ден за конкретната емисия ценни книги, както и доходността, реализирана за целия петгодишен период. За база при изчисление на доходността на конкретните компании е взета цена „затваря“ на първия борсов ден, съответно е възприемана и цена „затваря“ и за останалите периоди на сравнение. За избрания бенчмарк – BG40 – също се използва цена затваря, както за първия борсов ден, така и за съответните други периоди.

Смисълът на този подход (особено за първия борсов ден) за избор на цена е да изолира цената, на която са записани акциите по време на първичното публично предлагане поради следните причини:

1) Различните методи на първичното публично предлагане (IPO методи): букбилдинг (най-често прилаган метод – общо 10 пъти); предлагане с фиксирана цена (общо 3 пъти); смесен закрит аукцион (общо 2 пъти).

2) Различните типове „договорки“ за пласиране на емисиите, правени между емитента и институционални и други инвеститори (под договорки не се има предвид *underwriting*, а по-скоро неформални и извънзаконови договорки между продавача и инвестиционните мениджъри или собственици/управители на институционалните инвеститори/купувачи).

3) Първият борсов ден отразява по-добре психологията на инвеститорите, отколкото метода за пласиране на емисията до качването J на борсата, поради специфичните характеристики на фондовата борса като организиран и регулиран пунктов пазар по отношение на:

- прозрачност;
- еднакъв достъп и в реално време до информацията за цените и обемите на търгуваните активи;
- концентрирано търсене и предлагане на взаимнозаменяеми търгувани свободно ценни книги;

4) Цената „затваря“ е много по-релевантна за психологията на инвеститорите в първия борсов ден на листвани акции, пласирани чрез първично публично предлагане, отколкото цена „отваря“ или „средна“ поради:

- техническите затруднения в началото на борсовите сесии на БФБ АД и спиране на търговията;
- свръхочакванията на инвеститорите и в двете посоки при въвеждане на нов актив на фондовата борса;
- липсата на възможност за „къси продажби“.

Математически изчисления и сравнение на доходността

При сравнение на доходността за целия петгодишен период използвам Compound Annual Growth Rate (CAGR), която в други изследвания се представя като геометрична средна.

Използваната формула се изписва по следния начин:

$$CAGR(t_0, t_n) = \left(\frac{V(t_n)}{V(t_0)} \right)^{\frac{1}{t_n - t_0}}$$

където:

$V(t_0)$ – начална цена на акция/ниво на бенчмарк;

$V(t_n)$ – крайна цена/ниво на бенчмарк;

$t_n - t_0$ – брой години.

В изследването е показано и стандартното отклонение за съответните акции и бенчмарк.

Резултати и изводи от изследването

Резултатите са показани в табл. 2 и еднозначно показват, че доходността на компаниите, реализирали IPO в периода на „горещ пазар“ в България, е значително под доходността на избрания бенчмарк.

Таблица 2

Доход на СИМ, ZHVG, EUBG, FIB, TRACE към BG40 и ΔCAGR 5Y и стандартно отклонение (SD) на емисиите и BG40

	СИМ	BG40	ZHVG	BG40	EUBG	BG40	FIB	BG40	TRACE	BG40
1-ви ден на БФБ	5,33	188,58	4,45	506,52	2,78	240,84	12,051	297,54	28,075	504,76
1-ва година на БФБ	17	616,58	0,71	107,45	5,685	406,98	7,073	306,88	3,514	106,54
Доход от 1-вата година	218,94	226,95	-84,04	-78,79	50,39	68,98	-41,30	3,13	-87,48	-78,89
2-ра година на БФБ	2,84	145,66	0,606	114,33	0,824	90,1	2,189	100,07	5,672	115,58

Доход от 2-тата година	-83,29	-76,37	-14,65	6,40	-85,50	-77,86	-69,05	-67,39	61,41	8,48
3-та година на БФБ	2,53	123,32	0,57	112,05	1,391	120,53	1,94	107,05	4,703	112,33
Доход от 3-тата година	-10,91	-15,31	-5,94	-1,99	68,81	33,77	-11,37	6,97	-17,08	-2,81
4-та година на БФБ	2,3	111,21	0,33	105,37	0,88	132,32	3,11	126,14	3,15	107,15
Доход от 4-тата година	-9,09	-9,81	-42,11	-5,96	-36,73	9,78	60,30	17,83	-33,02	-4,61
5-та година на БФБ	1,79	114,78	0,228	123,03	1,01	105,18	1,48	107,48	2,85	122,82
Доход от 5-тата година	-22,21	3,21	-30,91	16,76	14,77	-20,51	-52,41	-14,79	-9,52	14,62
CAGR година 1-5	-19,614	-9,453	-44,80	-24,65	-23,19	-15,26	-34,25	-18,42	-36,71	-24,62
ΔCAGR	10,161		20,15		7,93		15,83		12,09	
SD	1,081	1,124	0,529	0,437	0,5691	0,5008	0,5883	0,3497	0,5354	0,4308

Тъй като в конкретния случай не смятам да показвам усреднена величина от по-доброто представяне на бенчмарка, ще покажа разликата в процентни пунктове в полза на BG40 спрямо всяка една от компаниите, участвали в изследването:

1. ΔCAGR 10,161% BG40>CHIM
2. ΔCAGR 20,153% BG40>ZHBG
3. ΔCAGR 7,93% BG40>EUBG
4. ΔCAGR 15,832% BG40>FIB
5. ΔCAGR 12,0911% BG40>TRACE

По-горе показаните резултати са еднозначни и категорични и доказват следното:

1. Компаниите в България, емитирали капитал чрез първично публично предлагане в условията на „горещи пазари“, показват много по-слаби резултати в следващия петгодишен период, отколкото избрания бенчмарк – в случая VG40.

2. По-слабото представяне е пряк резултат на надценените акции при тяхната продажба чрез различните методи при първичното публично предлагане.

3. Пряка връзка с високите цени и надценени активи има формираната минимална или стартова цена от мажоритарния собственик на компанията, който използва (волно или неволно) ирационалното поведение на инвеститорите в условията на „горещ пазар“ и неформални договорки с купувачите.

4. Пряка връзка с високите цени и надценени активи има ирационалното поведение на купувачите-инвеститори, които купуват ценните книги, за да не „изпуснат златната възможност“, влизайки още в самото начало на конкретната позиция и бидейки подвластни на ирационалната склонност към оптимизъм и късогледство

Едно от постиженията на това изследване е доказването на ирационалността и на българските инвеститори в условията на „горещи пазари“ и показване на това, че ирационалното поведение на българските инвеститори е много „по-горещо“ и с много по-големи отклонения от това на другите пазари, описани от Ритер.

Тук имам предвид, че компаниите, изследвани от Ритер в САЩ и на други пазари, спрямо представянето на техните субститути е по-слабо с около 2–3 процентни пункта. На нашия пазар изследваните компании спрямо бенчмарка имат по-слабо

представяне с огромните 7 до 20 процентни пункта. Огромни разлики в областта на инвестиционното банкиране и компаративните финансови анализи. Тази голяма разлика на нашите пазари се дължи на непрегорелите, по-малко опитни индивидуални и институционални инвеститори, липсата на достатъчно качествени нови борсови активи, неформалните договорки, ниската ликвидност и липсата на къси продажби на БФБ АД.

В този случай при българските купувачи-инвеститори много ясно проличават две от ирационалните склонности (biases), които са описани от поведенческите финанси и които хората проявяват, правейки систематични грешки в поведението и преценките си в процеса на инвестиране. След периоди на възходящ пазарен тренд (период, характеризиращ капиталовия пазар в България 2004–2007), инвеститорите проявяват склонност към оптимизъм (optimism bias), т.е. имат стратегически грешна представа (Kahneman, Lovallo, 2003:122), която произтича от това, че инвеститорите имат тенденция да си наложат вътрешно убеждение за сметка на външното убеждение за това, което се случва на финансовите пазари. Емпирични доказателства за това твърдение и ирационалност на човешкото поведение има за периода май 1998 – юни 2007 г. на базата на движението на индекса S&P 500. За този период очакванията на инвеститорите за доход през следващите 12 месеца са били толкова по-големи, колкото по-големи са били доходите през съответните изминали 12 месеца (UBS, 2010). Или иначе казано инвеститорските очаквания следват това, което реално се е случило през изминалия период, но без да се задълбочават в изследване на по-дълги периоди исторически данни. Тогава попадат под усиливащото се влияние на една от другите ирационални

склонности на човешкото мислене – късогледството (myopia) и по-конкретно това, че хората са по-склонни да положат усилия за изследване на по-кратки периоди и малки бази данни, отколкото за деконструиране на съответния инвестиционен клас активи и неговото поведение в съответствие с характерния за него инвестиционен хоризонт и риск.

Използвана литература

1. De Bondt W.F.M. and R.H. Thaler: Does the stock market overreact?, *Journal of Finance*, 1985, 40: 793-805.
2. Ivantchev B., "IPO Hot Market in Bulgaria: Performance, Investor Biases", *Journal of Advancements in Economics, Finance&Accounting*, USA, 2015.
3. Lowry, M.: Why Does IPO volume fluctuate so much?, Penn State University, Working Paper, 2001.
4. Kahneman, D., Lovallo, D.: Response to Bent Flyvbjerg. *Harvard Business Review*, Dec. 2003.
5. Kahneman, D., & Riepe, M. Aspects of investor psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 1998, 24, 52-65.
6. Ritter, J. Initial Public Offerings, Logue and Seward, 1998.
7. Ritter, J. Investment banking and securities issuance, *Handbook of the Economics of Finance*, Edited: Constantinides, Harris, Stulz, 2003, 255-306.
8. Shleifer A., *Inefficient Markets*, 2000.

ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСОВА КРИЗА ВЪРХУ ПАЗАРНАТА ЕФЕКТИВНОСТ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА

Гл. ас. д-р Владимир Ценков
Югозападен университет „Неофит Рилски“ – Благоевград

Ас. Ани Стоицова-Стойкова
Югозападен университет „Неофит Рилски“ – Благоевград

***Резюме:** Обект на анализа е пазарната ефективност на единадесет капиталови пазари от (ЮИЕ) – България, Баня Лука, Босна и Херцеговина, Хърватска, Гърция, Сърбия, Словения, Турция, Румъния, Черна гора и Македония за периода 2005-2015 г., отчитайки влиянието на глобалната финансова криза от 2008 г. Получените резултати показват, че изследваните капиталови пазари проявяват неефективност в различна степен в контекста на слабата форма на Хипотезата за ефективните пазари (ХЕП) през целия анализиран период. Кризата от 2008 г. пряко влошава ефективността на пет от изследваните капиталови пазари. Изследваните индекси не подобряват пазарната си ефективност при прехода от кризисен към следкризисен период, но ако се направи директно сравнение между предкризисния и следкризисния период, ясно се вижда, че е налице леко подобрене в пазарната ефективност на изследваните индексите.*

Хипотезата за ефективните пазари (ХЕП) защитава тезата, че пазарните цени напълно отразяват цялата налична информация. Информационната ефективност предполага, че пазарните цени са непредвидими и следват случайно блуждаене.

Най-често срещаните нарушения на слабата форма на ХЕП са свързани с предположението, че бъдещите цени на финансовите активи не могат да бъдат оценени, използвайки историческите данни за тях. Нарушенията на слабата форма на ХЕП, свързани с установяване на пазарна неефективност се проявяват при развиващите се капиталови пазари и тези от Югоизточна Европа (ЮИЕ) не правят изключение. В своята научна разработка, Армеану и Киоса (Armeanu, D., & Cioaca, S., 2014¹) тестват ХЕП за румънския капиталов пазар за периода 01.01.2002 г. - 15.05.2014, прилагайки четири модела, включително и GARCH модела. Авторите доказват тезата, че румънският капиталов пазар не е ефективен в контекста на слабата форма на ХЕП.

Драгота и Опра (Dragota, V., & Oprea, D.S., 2014²) изследват информационната ефективност на Румънския капиталов пазар и доказват, че този пазар се характеризира с ниски нива на пазарна ефективност. Освен това, въздействието на новата информация е по-голямо преди и след нейното навлизане на пазара. Ага и Кокаман (Aga, M., & Kocaman, B., 2011³) тестват слабата форма на пазарна ефективност спрямо възвръщаемостта на Истанбулската фондова борса (ИФБ) за периода 1986-2005. Те достигат до заключението, че ИФБ се характеризира със слаба

¹ Armeanu, D., & Cioaca, S. (2014). Testing the Efficient Markets Hypothesis on the Romanian Capital Market. Proceedings of the 8th International Management conference "Management challenges for sustainable development", November 6th-7th, 2014, Bucharest, Romania, 252-261.

² Dragota, V., & Oprea, D.S. (2014). Informational efficiency tests on the Romanian stock market: a review of the literature. *The Review of Finance and Banking*, 06 (1), 015—028.

³ Aga, M., & Kocaman, B. (2011). Efficient Market Hypothesis and Emerging Capital Markets: Empirical Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Financial Markets Research*, 44-57.

форма на пазарна ефективност. Боргес (Borges, M. R., 2010⁴) тества слабата форма на ефективност на фондовите пазари на Франция, Германия, Великобритания, Гърция, Португалия и Испания за периода от януари 1993 до декември 2007. Прилагайки параметрични и непараметрични тестове, авторът доказва, че всички анализирани пазари покриват критериите за случайно блуждаене при месечните наблюдения. В допълнение, Хипотезата за случайното блуждаене е била отхвърлена за Португалия и Гърция при дневни наблюдения. Анализирайки съществуването на дългосрочна памет при възвръщаемостта за девет индекса от централна, източна и югоизточна Европа (Румъния, Унгария, Словакия, Чехия, Украйна, Сърбия, България, Гърция, Хърватска) Писи, Лудусън и Муту (Pece, A.M., Ludusan, E.A., & Mutu, S., 2013⁵) достигат до противоречиви резултати, но и отчитат друг важен извод, именно, че всички изследвани пазари, с изключение на чешкия, демонстрират предсказуемо поведение, което ги дефинира като неефективни според ХЕП. В изследването, проведено от Миякович и Радович (Miljković, V., & Radović, O., 2006⁶) са представени доказателства, че Сръбският капиталов пазар не проявява пазарна ефективност, дори и от гледна точка на слабата форма на ХЕП. Сенгонул и Дегирмен (Sengonul, A., & Degirmen, S., 2010⁷) изследват влиянието на

⁴ Borges, M. R. (2010). Efficient market hypothesis in European stock market. *The European Journal of Finance*, 1607, 711-726.

⁵ Pece, A.M., Ludusan, E.A., & Mutu, S. (2013). Testing the long range-dependence for the Central Eastern European and the Balkans stock markets. Retrieved from <http://steconomiceuoradea.ro/anale/volume/2013/n1/118.pdf>

⁶ Miljković, V., & Radović, O. (2006). Stylized facts of asset returns: case of BELEX. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, 3 (2), 189–201.

⁷ Sengonul, A., & Degirmen, S. (2010). Does the Recent Global Financial Crisis Affect Efficiency of Capital Markets of EU Countries and Turkey? 13th international

световната финансова криза от 2008г. върху слабата форма на пазарна ефективност на ХЕП спрямо държавите от разширяването на Европейския съюз след 2004 г. от една страна и Турция от друга страна. Резултатите показват, че България, Румъния, Естония, Литва, Малта и Словения показват наличие на пазарна неефективност както преди кризата, така и в следкризисния период. От друга страна, Чехия, Кипър и Латвия ясно се отклоняват от слабата форма на ХЕП след кризата. Сред изследваните страни Унгария, Словакия и Турция имат по-добри резултати. Измежду трите, Унгария показва най-добра ефективност, докато Словакия и Турция я следват с леки отклонения от ефективността. Ефектът от финансовата криза от 2008г. върху капиталовия пазар на Босна и Херцеговина, Хърватска и Сърбия се изследва от Ергюн и Махмутович (Ergun, U., & Mahmutović, Z., 2014⁸), прилагайки GARCH модела към дневните възвръщаемости за периода 2006-2012. Емпиричните резултати показват, че променливостта на Сръбския фондов пазар се влияе от променливостта на Босненския и Хърватския капиталов пазар. Освен това, отделните пазарни шокове и информационните канали оказват въздействие върху променливостта и на трите изследвани капиталови пазари. Изследвайки динамиката на българския и сръбския капиталови пазари преди и след кризата от 2008 г. Симеонов (Simeonov, S.,

conference on finance and banking, Ostrava, Czech Republic, 12 – 13 October 2011, ISBN: 978-80-7248-708-0.

⁸ Ergun, U., & Mahmutović, Z. (2014). Financial crises and volatility spillovers among emerging European equity markets. *Journal of Economic & Financial Studies*, 2 (04), 63-68.

2015⁹) прави заключението, че борсовите индекси отразяват дългосрочни очаквания, съобразени с настоящето недоверие към основните макроикономически фактори. Този тип поведение на пазара може да се определи като доказателство за наличието на неефективност на изследваните пазари. Изследвайки въздействието на финансовата криза от 2008 г. върху ефективността на капиталовите пазари от Централна и Източна Европа (ЦИЕ), Ценков (Tsenkov, 2015¹⁰) открива съществени разлики в пазарната реакция на два от изследваните пазари в сравнение с останалите. Българският и румънският индекс демонстрират склонност към по-бърза и силна реакция към отрицателните пазарни импулси, характерни за кризисния период, в сравнение с умерената реакция към положителните пазарни импулси през предкризисния период. Тази реакция е противоположна на демонстрираното от останалите изследвани индекси от ЦИЕ. През следкризисния период българският и румънският индекс следват краткосрочните пазарни трендове, а останалите ЮИЕ индекси са склонни да следват дългосрочните пазарни импулси.

Методология и финансови данни

За да се постигнат целите на това изследване и да се тества слабата форма на ефективност на наблюдаваните капиталови пазари, са използвани стойностите на дневните възвръщаемости на борсовите индекси. Получената на базата на дневните

⁹ Simeonov, S. (2015). "Stock Exchange and Economic Activity Indicators – Relations and Asymmetry during the Recession in Serbia and Bulgaria", *Financial Markets and the Real Economy: Some Reflections on the Recent Financial Crisis*, ISBN: 978-86-6139-097-5, 59-77.

¹⁰ Tsenkov, V. (2015). Crisis influences between developed and developing capital markets - the case of central and eastern European countries. *Economic Studies*, 3, 71-108

стойности на разглежданите борсови индекси възвръщаемост се определя по следната формула:

$$(1) \quad R_t = \log\left(\frac{PI_t}{PI_{t-1}}\right)$$

където: R_t - пазарната възвръщаемост в деня t ; PI_t - стойността на индекса в деня t ; PI_{t-1} - стойността на индекса в деня $t-1$;

Събрани са данните за дневните стойности на наблюдаваните борсови индекси за периода 01.01.2005 г. – 04.11.2015 г., които са публикувани на сайтовете на съответните фондови борси. За проследяване на влиянието на глобалната финансова криза върху изследваните капиталови пазари, е необходимо да бъдат разграничени три отделни подпериода, а именно: предкризисен, кризисен и следкризисен. Тук трябва да се отбележи, че при отделните изследвани държави подпериодите са обособени като са използвани най-ниските и най-високите стойности на борсовите индекси.

За целта иконометрично моделиране на променливостта на изследваните индекси са използвани следните GARCH модели - GARCH, EGARCH, TGARCH и PGARCH. За да се определи окончателно използвания модел за всеки един от изследваните подпериоди, за всеки един от индексите, който най-успешно моделира входящите данни за възвръщаемостта, използваме резултатите от проведените Akaike's information criterion (AIC) тест. Резултатите от проведената процедура по селекция на модел и размерност на параметрите му спрямо данните от конкретните индекси може да бъде видяна в Таблица 1.

Таблица 1

**Най-подходящият GARCH модел от семейството на GARCH
моделите за всеки отделен борсов индекс**

Индекс	Целият изследван период – 01.01.2005г. – 04.11.2015г.	Предкризисен период	Кризисен период	Следкризисен период
BIRS	<i>TGARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>	<i>PGARCH(2,2)-t</i>	<i>TGARCH(2,1)-t</i>
BIFX	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>	<i>EGARCH(2,2)-t</i>
SOFIX	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>EGARCH(2,2)-t</i>	<i>PGARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(1,1)-t</i>
CROBEX	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>TGARCH(2,2)-t</i>	<i>TGARCH(2,1)-t</i>	<i>PGARCH(2,2)-t</i>
ACSP	<i>PARCH(2,1)-t</i>	<i>PGARCH(2,1)-t</i>	<i>TGARCH(2,2)-t</i>	<i>PGARCH(2,1)-t</i>
MBI10	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>	<i>EGARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,2)-t</i>
MONEX	<i>EGARCH(2,2)-t</i>	<i>TGARCH(2,2)-t</i>	<i>EGARCH(2,2)-t</i>	<i>EGARCH(2,1)-t</i>
BET	<i>EGARCH(2,1)-t</i>	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>PGARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(1,2)-t</i>
BELEX15	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>	<i>PGARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(2,2)-t</i>
SBITOP	<i>GARCH(2,2)-t</i>	<i>GARCH(1,2)-t</i>	<i>PGARCH(2,1)-t</i>	<i>GARCH(2,1)-t</i>
BIST100	<i>TARCH(2,2)-t</i>	<i>EGARCH(1,1)-t</i>	<i>EGARCH(2,1)-t</i>	<i>GARCH(1,1)-t</i>

Източник: Изчисления на авторите.

Пазарна ефективност през предкризисния период

Таблица 2

**Представяне на стойностите на *power parameter*, коефициента на
постоянство и ливъридж коефициента през предкризисния период**

Индекси	Коефициент на постоянство	Ливъридж коефициент (<i>Prob.</i>)	Power parameter * (<i>Prob.</i>)	ARCH(1)** (<i>Prob.</i>)	ARCH(2)** (<i>Prob.</i>)
BIRS	0.943382	NA	NA		
BIFX	0.972619	NA	NA		
SOFIX	0.998017	0.028470 (0.0000)	NA		
CROBEX	1.018506	-0.037352 (0.0000)	NA	0.191528 (0.0000)	-0.177695 (0.0000)
ACSP	0.832917	0.291342 (0.0386)	2.415072 (0.0006)		
MBI10	1.009636	NA	NA		
MONEX	1.112547	-0.306875 (0.0000)	NA	0.436982 (0.0000)	0.341566 (0.0000)

BET	0.995716	NA	NA		
BELEX15	1.011707	NA	NA		
SBITOP	0.872944	NA	NA		
BIST100	0.845742	-0.160402 (0.0002)	NA		

* Единствено при PGARCH

** Единствено при TGARCH и PGARCH с power parameter със стойност, близка до 1

Източник: Изчисления на авторите.

В таблица 2 са представени резултатите от приложените GARCH модели по отношение на стойностите на коефициентите на постоянство и ливъридж за предкризисния период. Коефициентите на постоянство заемат стойности от 0.832917 (ACSP) до 1.112547 (MONEX) през предкризисния период. Тук е необходимо да се отбележи, че при гръцкия борсов индекс ACSP е регистрирана най-ниската стойност на коефициента на постоянство, което го определя като най-ефективният сред анализирания индекс. В другата крайност, като най-неефективен, с най-високата стойност (1.112547) на коефициента, е черногорския индекс MONEX.

Изследваните индекси могат да бъдат разделени в две отделни групи, в зависимост от регистрираните стойности на коефициента на постоянство. Ориентир за степента на ефективност може да бъде средноаритметичната оценка на коефициента на ефективност на база всички изследвани индекси и целия период на изследване, в конкретния случай тя е със стойност 0,97. Първата група от индекси (с относително по висока пазарна ефективност) се състои от BIRS, ACSP, SBITOP и BIST100, при които коефициента на постоянство е по-нисък от 0,97, което индикира наличието на намаляващо влияние на пазарните шокове спрямо динамиката на променливостта. Втората група (с относително по-ниска ефективност) включва индексите BIFX, SOFIX, CROBEX, MBI10, MONEX, BET и

BELEX15 с коефициенти на постоянство по-високи от 0,97 изразяващи засилена реакцията на променливостта спрямо пазарните шокове пред следването на по-установени пазарни трендове.

Стойностите на ливъридж коефициента ни дават представа как реагира пазарната променливост в зависимост от това дали пазарните импулси водят до формиране на положителна доходност или на отрицателна. Регистрираните ливъридж коефициенти за предкризисния период са в интервала между - 0.160402 (BIST100) и 0.291342 (ACSP). Най-високата стойност на коефициента е изчислена при гръцкия индекс ACSP (0.291342). Тази относително висока и положителна стойност на коефициента представлява доказателство за липсата на ливъридж ефект на гръцкия пазар, тъй като коефициента показва, че положителните доходности предизвикват повишение на променливостта. В другата крайност на доказване наличието на засилен ливъридж ефект е турският индекс със стойност на коефициента от -0.160402. Така положителните пазарни импулси, характерни за предкризисния период водят до най-значимото ограничаване на променливостта от всички изследвания индекси за периода именно при турския BIST100. В подобно положение, но в по-слаба степен са индексите CROBEX и MONEX, за които също се регистрират отрицателни ливъридж коефициенти.

Отчитайки факта, че гръцкият и турският индекси са в групата на ефективните пазари в предкризисния период, то трябва да посочим различната им реакция на пазарните импулси. Положителните пазарни новини за гръцкия индекс водят до увеличаване на променливостта, показвайки наличието на повишен риск, дори когато индекса е в групата на ефективните, т.е. следващ по-скоро установената положителна пазарна посока

пред моментните пазарни колебания. За турския индекс положителните пазарни импулси водят до намаляване на променливостта, което съотнесено към повишената пазарна ефективност води до установяване и следване на относително устойчив положителен пазарен тренд, които бива активно подкрепен и от краткосрочните положителни пазарни импулси.

Пазарна ефективност през кризисния период

Таблица 3

Представяне на стойностите на power parameter, коефициента на постоянство и ливъридж коефициента през кризисния период

Индекси	Коефициент на постоянство	Ливъридж коефициент (Prob.)	Power parameter * (Prob)	ARCH(1)** (Prob)	ARCH(2)** (Prob)
BIRS	0.994194	0.015974 (0.0035)	0.839295 (0.0001)	0.307103 (0.0000)	-0.314512 (0.0000)
BIFX	0.993213	NA	NA		
SOFIX	0.958897	0.309203 (0.0293)	0.779277 (0.0150)	0.265117 (0.0035)	-0.205233 (0.0083)
CROBEX	0.902652	0.160768 (0.0031)	NA	0.256644 (0.0887)	-0.256068 (0.0582)
ACSP	0.904329	0.106011 (0.0009)	NA	-0.072482 (0.0488)	0.096806 (0.0146)
MBI10	0.970414	-0.133168 (0.0005)	NA		
MONEX	0.974544	-0.075120 (0.0000)	NA		
BET	0.975037	0.122239 (0.0017)	1.306116 (0.0000)	0.366498 (0.0000)	-0.397543 (0.0000)
BELEX15	0.997534	0.078261 (0.0190)	0.880046 (0.0065)	0.469295 (0.0000)	-0.417239 (0.0000)
SBITOP	0.968845	0.439148 (0.0155)	0.848168 (0.0012)	0.304371 (0.0016)	-0.191868 (0.0530)
BIST100	0.970520	-0.170078 (0.0000)	NA		

* Единствено при PGARCH

** Единствено при TGARCH и PGARCH с power parameter със стойност, близка до 1

Източник: Изчисления на авторите.

Всички представени коефициенти на постоянство приемат стойности в интервала между 0.902652 (CROBEX) и 0.997534 (BELEX15). Тук трябва да бъдат направени две важни уточнения. Първо, стойностите на коефициента на постоянство за индексите SOFIX, CROBEX, MBI10, MONEX, BET и BELEX15 през кризисния период са по-ниски от съответните стойности на този коефициент през предходния предкризисен период. Второ, тези индекси подобряват своята информационна ефективност в резултат на по-силна реакция към отрицателните новини, водещи до предварително включване на пазарната информация в стойността на възвръщаемостта през кризисния период в сравнение с предходния предкризисен период. В сравнение, индексите BIRS, BIFX, ACSP, SBI TOP и BIST100 увеличават стойността на коефициентите на постоянство от предкризисния към кризисния период. Освен това, трябва да се отбележи следното изменение – от 0.845742 до 0.970520 при BIST100, което е най-голямото увеличение стойността на коефициента на постоянство при всички анализирани индекси. Това може да се обясни с намаляване на информационната ефективност на турския индекс от предкризисния към кризисния период, показващо краткосрочно следване на кризисните пазарни тенденции. Съобразно използваната граница на ефективност от 0,97 за коефициента на постоянство, през кризисния период изследваните индекси могат да бъдат разделени на: ефективни - SOFIX, CROBEX, ACSP и SBITOP; и по-слабо ефективни - BIRS, BIFX, MBI10, MONEX, BET, BELEX15 и BIST100.

През кризисния период абсолютните стойности на ливъридж коефициента са в диапазона между 0.015974 (BIRS) и 0.439148 (SBI TOP). Индексите SOFIX, CROBEX и BIST100 увеличават стойностите на ливъридж коефициента от

предкризисния към кризисния период. Ливъридж коефициента при българския SOFIX регистрира втората по-големина положителна стойност за кризисния период което показва, че отрицателните пазарни новини водят до значимо намаляване на променливостта, маркиращо наличието на силно установен отрицателен тренд, допълнително усилван от краткосрочните пазарни новини. Това положение в по-голяма степен важи за словенския SBITOP, за когото се регистрира най-високия ливъридж коефициент - 0.439148. Намаление от предкризисния към кризисния период на абсолютните стойности на ливъридж коефициентът се регистрира при индексите ACSP (от 0.291342 до 0.106011) и MONEX (от -0.306875 до -0.075120), което показва намалената сила на реакцията към преобладаващите за периода отрицателните пазарни импулси в сравнение с предкризисния период. Положителните стойности на ливъридж коефициентите за BIRS, SOFIX, BET, BELEX15 водят до заключението, че негативните новини увеличават променливостта, като негативната пазарна информация оказва по-голямо въздействие върху променливостта отколкото положителните новини през кризисния период.

Като обобщение за кризисния период може да се отбележи, че пет от единадесетте изследвани индекси - BIRS, BIFX, ACSP, SBI TOP и BIST100 повишават стойностите на коефициентите си на постоянство от предкризисния в следващия кризисен период. От така констатираното наблюдение следва, че тези индекси влошават своята пазарна ефективност и отдават по-голямо значение на следването на краткосрочните кризисни импулси. Индексите SOFIX, CROBEX, MBI10, MONEX, BET и BELEX15 подобряват своята пазарна ефективност през кризисния период, предизвикваща по-силна и бърза реакция към отрицателната

кризисна информация през съответния период в сравнение с реакцията към положителните новини през предходния предкризисен период. Също така трябва да се отбележи, че индексите SOFIX, ACSP, MBI10, MONEX, BET, BELEX15 и SBITOR са с нарушена пазарна ефективност през кризисния период. Ако бъде допълнено, че ливъридж ефектът за индексите SOFIX и CROBEX повишава своите стойности от предкризисния към кризисния период, може да се направи обобщението, че тези изследвани капиталови пазари са силно зависими от краткосрочните пазарни тенденции, водещи до повече отрицателни циклични пазарни импулси, които предизвикват пазарно забавяне (*market slowdown*) и голямо увеличение на пазарната променливост.

Пазарна ефективност през следкризисния период

Таблица 4

Представяне на стойностите на power parameter, коефициента на постоянство и ливъридж коефициента през следкризисния период

Индекси	Коефициент на постоянство	Ливъридж коефициент (Prob.)	Power parameter * (Prob)	ARCH(1)** (Prob)	ARCH(2)** (Prob)
BIRS	1.049429	-0.076897 (0.0378)	NA	0.188313 (0.0587)	-0.122109 (0.1351)
BIFX	0.678517	0.019720 (0.0113)	NA		
SOFIX	0.946435	NA	NA		
CROBEX	1.004865	0.280859 (0.0088)	1.494922 (0.0000)	0.081093 (0.0000)	0.042340 (0.0193)
ACSP	1.052827	0.267348 (0.0400)	0.254571 (0.0000)	0.157484 (0.0000)	0.117415 (0.0000)

MBI10	0.995277	NA	NA		
MONEX	0.975875	0.034141 (0.0456)	NA		
BET	0.977684	NA	NA		
BELEX15	0.999122	NA	NA		
SBITOP	0.958086	NA	NA		
BIST100	0.962880	NA	NA		

* Единствено при PGARCH

** Единствено при TGARCH и PGARCH с power parameter със стойност, близка до 1

Източник: Изчисления на авторите.

Стойностите на коефициента на постоянство за следкризисния период са представени в таблица 4 и са в диапазона между 0.678517 (BIFX) и 1.052827 (ACSP). Тук трябва да се уточни, че регистрираната ниска стойност на коефициента на постоянство при босненския индекс BIFX (0.678517) може да бъде обяснена с относително ниския обем на търговията на Босненския пазар, характерен за изследвания период. Коефициентите на постоянство на седем от единадесетте изследвани индекси, а именно - BIRS, CROBEX, ACSP, MBI10, MONEX, BET и BELEX15, повишават своите стойности от кризисния към следващия следкризисен период, което маркира влошаване на пазарната им ефективност. На база регистрираните стойности на коефициентите на постоянство за следкризисния период изследваните индекси мога да бъдат разделени на: ефективни - BIFX, SOFIX, SBI TOP и BIST100, и по-слабо ефективни - BIRS, CROBEX, ACSP, MBI10, MONEX, BET и BELEX15.

Абсолютните стойности на ливъридж коефициента за следкризисния период, представени в таблица 4 са между

0.019720 (BIFX) и 0.280859 (CROBEX). В случая на Босна и Херцеговина, трябва да се отбележи, че ливъридж коефициентът на босненския индекс BIFX е с най-ниската абсолютна стойност и с отрицателен знак. След прилагането на модела TGARCH (2, 1)-t за този индекс получените резултати показват, че добрите новини (0.066204) генерират повече променливост, отколкото лошите новини (-0.010693) и също така отрицателната информация води до намаляване на променливостта през следкризисния период. Тъй като *power* коефициентите, калкулирани при борсовите индекси CROBEX (1.494922) и ACSP (0.254571), са със стойности, близки до единица, моделът PGARCH се трансформира в модел TGARCH. Следователно, може да се направи предположението, че положителната информация оказва по-слабо въздействие върху променливостта в сравнение с отрицателната информация при индексите CROBEX и ACSP. Също така, лошите новини намаляват променливостта и съществува ливъридж ефект при борсовите индекси CROBEX и ACSP през следкризисния период. Аналогично на предходните анализирани периоди, ЮИЕ индекси могат да бъдат разделени в две самостоятелни групи.

Обобщавайки получените резултати за следкризисния период, може да се направи заключението, че изследваните индекси не подобряват пазарната си ефективност при прехода от кризисен към следкризисен период. В групата на пазарите с нарушена пазарна ефективност са хърватският и гръцкият, заради високите стойности на коефициента на постоянство и ливъридж коефициента. Ако се направи директно сравнение между предкризисния и следкризисния период, ясно се вижда, че е налице леко подобрене в пазарната ефективност. Например, през предкризисния период стойностите на коефициента на

постоянство са в диапазона между 0.832917 и 1.112547, докато през следкризисния период тези стойности са от 0.678517 до 1.052827.

Изводи

Индексите BIRS, BIFX, SOFIX, CROBEX, ACSP, BELEX15, SBI TOP, MBI10 и BET (Баня Лука, Босна и Херцеговина, България, Хърватска, Гърция, Македония и Румъния, съответно) могат да бъдат определени като пазарно-неефективни, според ХЕП през целия изследван период. През предкризисния период единствено Баня Лука, Гърция, Словения и Турция се характеризират със слабата форма на пазарна ефективност. От предкризисния към кризисния период босненският BIFX, Баня Лука BIRS, гръцки ACSP, словенски SBITOP и турски BIST100 индекси влошават своята пазарна ефективност според слабата форма на ХЕП. В сравнение с предкризисния период, четири от изследваните индекси – македонският MBI10, черногорският MONEX, сръбският BELEX15 и румънският BET са с по-висока пазарна ефективност през кризисния период. Четири от анализиранияте капиталови пазари – Босна и Херцеговина, България, Словения и Турция подобряват своята слаба форма на пазарна ефективност според ХЕП през следкризисния период на възстановяване.

Може да се направи заключението, че изследваните индекси не подобряват пазарната си ефективност при прехода от кризисен към следкризисен период, но ако се направи директно сравнение между предкризисния и следкризисния период, ясно се вижда, че е налице леко подобрене в пазарната ефективност на изследваните индексите. Потвърждение намираме и в това, че групата, съставена от индексите с относително висока степен на

пазарна ефективност, през следкризисния период е най-голямата в сравнение с останалите изследвани периоди. През предкризисния период капиталовите пазари на Босна и Херцеговина, България, Словения и Турция се характеризират с висока пазарна ефективност. Единствено Словенският капиталов пазар запазва своето място във групата на ефективните пазари в контекста на слабата форма на ХЕП през всичките три подпериода. Македонският индекс МВІ10 е неефективен както за предкризисния, така и за кризисния и следкризисния период. Като цяло, изглежда логично да се направи предположението, че капиталови пазари от ЮИЕ не са хомогенни и единни в контекста на ХЕП.

Използвана литература

1. Aga, M., B. Kocaman. Efficient Market Hypothesis and Emerging Capital Markets: Empirical Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of Financial Markets Research*, 2011, pp. 44-57.
2. Armeanu, D., S. Cioaca. Testing the Efficient Markets Hypothesis on the Romanian Capital Market. Proceedings of the 8th International Management conference “Management challenges for sustainable development”, November 6th-7th, 2014, Bucharest, Romania, 2014, pp. 252-261.
3. Borges, M. R. Efficient market hypothesis in European stock market. *The European Journal of Finance*, 1607, 2010, pp. 711-726.
4. Dragota, V., D. Oprea. Informational efficiency tests on the Romanian stock market: a review of the literature. *The Review of Finance and Banking*, 06 (1), 2014, pp. 015—028.
5. Ergun, U., Z. Mahmutović. Financial crises and volatility spillovers among emerging European equity markets. *Journal of Economic & Financial Studies*, 2 (04), 2014, pp. 63-68.
6. Miljković, V., O. Radović. Stylized facts of asset returns: case of BELEX. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, 3 (2), 2006, pp.189–201.
7. Pece, A.M., E. Ludusan., S. Mutu. Testing the long range-dependence for the Central Eastern European and the Balkans stock markets. 2013, Retrieved from <http://steconomiceuradea.ro/anale/volume/2013/n1/118.pdf>

8. Sengonul, A., S. Degirmen. Does the Recent Global Financial Crisis Affect Efficiency of Capital Markets of EU Countries and Turkey? 13th international conference on finance and banking, Ostrava, Czech Republic, 12 – 13 October 2011, ISBN: 978-80-7248-708-0.
9. Simeonov, S. “Stock Exchange and Economic Activity Indicators – Relations and Asymmetry during the Recession in Serbia and Bulgaria”, Financial Markets and the Real Economy: Some Reflections on the Recent Financial Crisis, 2015, ISBN: 978-86-6139-097-5, 59-77.
10. Tsenkov, V. Crisis influences between developed and developing capital markets - the case of central and eastern European countries. *Economic Studies*, 3, 2015, pp. 71-108

ИЗГЛАЖДАНЕ НА ДОХОДИТЕ, ИНФОРМАЦИОННА НЕОПРЕДЕЛЕНОСТ И ВЪЗВРЪЩАЕМОСТ НА АКЦИИТЕ

Докт. Светослав Борисов
Икономически университет - Варна

Резюме: В доклада фокусът се поставя върху връзката между изглаждането на фирмените доходи, информационната неопределеност (*information uncertainty*) и възвръщаемостта на акциите. На първо място се предполага, че информационната неопределеност въздейства върху реакцията на капиталовия пазар, относно информационното съдържание на изгладените доходи. На второ място се очаква, че изглаждането на дохода редуцира информационната неопределеност. На трето място изглаждането на дохода се свързва положително с по-високи равнища на възвръщаемост на акциите. Посредством, използването на доказателства от предишни изследвания, се извършва анализ на посочените хипотези.

Съществуват редица изследвания, анализиращи ефекта на изглаждането на дохода върху различни счетоводни променливи. В доклада фокусът се поставя върху връзката между изглаждането на фирмените доходи и информационната неопределеност (*information uncertainty*). Изглаждането на дохода във фирми, опериращи при висока неопределеност е опит да се поддържа стабилна позицията на фирмата пред нейните инвеститори, като съществува вероятност то да не се базира на оценката на мениджмънта за бъдещата визия на компанията. Поради този факт, изглежда, че неопределеността оказва влияние

върху отношението на инвеститорите, относно стабилността и изгладеността на фирмените доходи¹. На първо място се предполага, че неопределеността въздейства върху реакцията на капиталовия пазар, относно информационното съдържание на изгладените доходи. На второ място се очаква, че изглаждането на дохода редуцира информационната неопределеност.

Изследователският въпрос е пряко мотивиран от проучване на повече от 400 изпълнителни директори на американски компании, проведено от Graham, Harvey и Rajgopal (2005). На въпроса дали предпочитат изгладена тенденция на доходите? - мнозинството (96.9%) от изпълнителните директори отговарят, че предпочитат изгладената тенденция пред волатилността на реализираните фирмени доходи². Анкетираният изпълнителни директори вярват, че изглаждането на доходите ще намали възприемания риск за фирмата или неопределеността при нейната оценка. В резултат на това, инвеститорите ще изискват по-малка премия за риска и среднопретеглената цена на капитала ще бъде по-ниска. По-конкретно, изпълнителните директори също изразяват своето убеждение, че изглаждането на доходите улеснява анализаторите и инвеститорите при прогнозирането на бъдещите доходи и съответно води до повишение в цените на акциите. Sankar и Subramanyam (2007) откриват, че отбягващите риска мениджъри изглаждат дохода, за да минимизират неефективността при процеса на инвестиране³. Те твърдят, че

¹ Habib, A., et al. Environmental uncertainty and the market pricing of earnings smoothness. *Advances in Accounting*. incorporate. Adv. Int. account, 2011., doi:10.1016/j.adiac.2011.04.003

² Graham, J. R., C. R. Harvey, S. Rajgopal. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, 2005, pp. 3–73.

³ Sankar, M., K. Subramanyam. Reporting discretion and private information communication through earnings. *J. Account. Res.*, 39, 2007, pp. 967-1010.

изглаждането на дохода разкрива тайна информация, свързана с бъдещите печалби на компанията и това вероятно ще доведе до желаната реакция от страна на капиталовите пазари.

Дали намаляването на информационната неопределеност за фирмата е действително цел на изглаждането на дохода и дали тази цел се постига? - остава открит въпрос. Като цяло, е налице незначителен обем емпирични изследвания, ангажиращи се с ефекта на изглаждането на дохода върху фирмената информационна неопределеност.

Концепцията в доклада за информационната неопределеност се различава от изследваната информативност на доходите от Tucker и Zarowin (2006). Те разглеждат ефекта на изглаждането на доходите върху устойчивостта на доходите и информативността им по отношение на бъдещите доходи. С други думи, те проверяват дали изглаждането на доходите ще подобри ефективността на текущите цени на акциите по отношение включването на информация за бъдещите фирмени доходи. Tucker и Zarowin (2006) се фокусират върху въздействието на изглаждането на доходите върху прозрачността на счетоводните показатели, относно тяхната информативност за реалното икономическо състояние на фирмата⁴. Те демонстрират, че изглаждането на дохода може да осигури възможност за инвеститорите, да извличат информация от печалбите. Също така, ако мениджърите манипулират стойностите на доходите, изглаждането на дохода вероятно причинява неяснота относно информацията, съдържаща се в печалбите. Това е така, понеже манипулирането е селективно и потенциално прикрива реалното

⁴ Tucker, J.W., P.A. Zarowin, "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?". *Accounting Review*, vol. 81, no. 1, 2006, pp. 251-270.

състояние на компанията от нейните заинтересовани лица. В съответствие на това, информационната неопределеност или информационният риск, се отнася до пазара или неяснотата на инвеститорите относно бъдещите цени на акциите. Информационната неопределеност или информационният риск отразяват „неясната стойност или степента, в която фирмената стойност може да бъде разумно оценена от най-осведомените инвеститори⁵. По-конкретно, неопределеността или информационният риск отразяват неточността, т.е. дисперсията в оценките на инвеститорите, относно бъдещите фирмени резултати⁶. Следователно макар и свързани, информационната неопределеност и информативността на доходите са две различни концепции. Постигането на устойчивост на доходите, както е документирано от Tucker и Zarowin (2006) е налице, когато миналите и текущите доходи са по-информативни, относно бъдещите доходи и парични потоци⁷. Въпреки това, непрогнозируемите компоненти на бъдещите доходи и парични потоци, е възможно да не бъдат редуцирани⁸.

⁵ Jiang, G., C. Lee, Y. Zhang. "Information uncertainty and expected returns". Review of Accounting Studies, vol.10, 2005, pp. 185-221.

⁶ Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. "Costs of Equity and Earnings Attributes." The Accounting Review, vol.79, 2004, pp. 967-1010.

⁷ Tucker, J.W., P.A. Zarowin, "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?". Accounting Review, vol. 81, no. 1, 2006, pp. 251-270.

⁸ Конкретен пример е случаят, когато фирмената дейност е обект на неочаквано дълги циклични шокове. За опростяване на примера да предположим, че бъдещите доходи се състоят от два компонента, постоянният компонент съдържа информация, свързана с фундаменталаната оценка на акциите и временен компонент, представящ неопределеността на шоковете в доходите. Чрез изглаждането на цикличните шокове на доходите е възможно да се постигне по-лесно прогнозиране на постоянния компонент на бъдещите доходи (поради това се повишава информативността на доходите), но цената на това може да бъде предизвикването на по-големи колебания на временните шокове в доходите.

Друг мотив по отношение на гореспоменатия изследователски въпрос е, че в съществуващата литература се откриват противоречиви прогнози, относно връзката между изглаждането на дохода и информационната неопределеност. Както беше споменато по-рано, Francis, LaFond, Olsson и Schipper (2004) имплицитно допускат, че изгладеността е желан атрибут на дохода, тъй като вероятно тя намалява неопределеността по отношение на бъдещите парични потоци⁹. Въпреки това, те посочват, че сред всички счетоводни атрибути на дохода, връзката между изглаждането на дохода и информационния риск е по-слаба, отколкото връзката между качеството на начисленията и информационния риск. Например, докато мениджърите могат да използват тяхната частна информация, относно бъдещите доходи, за да изглаждат колебанията във временните доходи, те могат също опортюнистично да избират определени счетоводни методи, за да докладват избирателно изгладени потоци на доходите. Ако избраните от мениджмънта счетоводни методи не успяват да предадат на стейкхолдърите информация за бъдещите парични потоци, тогава резултатът няма да бъде намаляване на информационния риск. Chen (2009) изследва влиянието на изглаждането на дохода върху информационната неопределеност, възвръщаемостта на акциите и капиталовите разходи¹⁰. Резултатите, до които достига показват, че изглаждането на дохода води до понижаване на

⁹ Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. "Costs of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, vol.79, 2004, pp. 967-1010.

¹⁰ Chen, L. *Income Smoothing, Information Uncertainty, Stock Returns, and Cost of Equity*. A Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee on Business Administration In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy with Major in Management in the Graduate College. The University of Arizona. 2009.

информационната неопределеност на предприятието. Доказателствата сочат, че пазарът възнагражда фирмите, които извършват изглаждане на доходите. От това следва, че предприятията, които изглаждат доходите си, реализират по-висока възвръщаемост в периодите, когато отчитат печалби. В резултат на това, изглаждането на дохода намалява цената на капитала. Francis, LaFond, Olsson и Schipper (2004) твърдят също, че за да се редуцира информационната неопределеност, извършването на изглаждане на доходите, трябва да подобрява пазарната информация или тази, с която разполагат инвеститорите по отношение на бъдещите фирмени парични потоци¹¹. Hejazi et al. (2011) в тяхното изследване-озаглавено „изглаждане на дохода и информационната неопределеност“ - твърдят, че колебанията в прогнозите на мениджърите съдържат икономическа стойност за инвеститорите¹². Техните резултати показват, че съществува 95% отрицателна значима връзка между изглаждането на дохода и информационната неопределеност на предприятията. Коригираният коефициент на детерминация показва, че дискреционните начисления, като критерий за изглаждане на дохода, притежават способността да обясняват информационната неопределеност на предприятието. Foroughi et al. (2012) оценяват въздействието на неопределеността на околната среда върху резултатите и рентабилността на компаниите, както и реакциите на тези фактори от страна на

¹¹ Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. “Costs of Equity and Earnings Attributes.” *The Accounting Review*, vol.79, 2004, pp. 967-1010.

¹² Hejazi, R., Roohollahfitasi, Mohammad. Smoothing the profit and uncertainty information. *Accounting and Auditing investigation*, Tehran University. *Facul. Manag. Stud.*, Volume 18, Number 63. 2011.

изпълнителните директори¹³. Техните резултати показват, че неопределеността на околната среда предизвиква големи колебания в резултатите и рентабилността на компаниите, в резултат на което, мениджърите използват изглаждане на доходите, за да предотвратят негативните ефекти от тези колебания. Rahmani et al. (2011) твърдят, че мениджърите на компаниите опитват да намалят колебанията в рентабилността на компанията си чрез изглаждане на дохода, за да се повиши степента на сигурност за инвеститорите и се удовлетворят техните очаквания¹⁴. Получените резултати от тяхното изследване показват, че цените на акции на компании, които изглаждат своите доходи-съдържат повече информация за равнището на рентабилност и бъдещите парични потоци. По същия начин, когато обсъждат потенциалния ефект на изглаждането на доходите върху информативността, Tucker и Zarowin (2006) посочват, че изглаждането на доходите може да направи по-лесно за инвеститорите извличането на информация от доходите, ако мениджърите използват своята свобода на преценка, за да съобщават тяхната частна информация относно бъдещите доходи¹⁵.

От друга страна, изглаждането на дохода може също да добави „пазарен шум“ към информацията за доходите, ако мениджърите умишлено манипулират неговите стойности. В тази връзка, LaFond, Lang и Skaife (2007) твърдят, че

¹³ Foroughi, D., A. Mostafa, N. The relationship between environmental uncertainty and the use of managers from discretionary accruals in companies listed in Tehran Stock Exchange. J. Account. Audit. Res., Year IV, No. 14. 2012.

¹⁴ Rahmani, A., B. Nazanin. The effect of smoothing the profit on the knowledge of the stock price. J. finance. account., Third year, third Number, Serial Number 9, 2011.

¹⁵ Tucker, J.W., P.A. Zarowin, "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?". Accounting Review, vol. 81, no. 1, 2006, pp. 251-270.

опортюнистичното прилагане на изглаждането на дохода може да повлияе неблагоприятно върху прозрачността на счетоводната информация¹⁶. Както те посочват, една от икономическите последици – липсата на прозрачност, може да повлияе върху желанието на инвеститорите да търгуват с акциите на компаниите. Намалената прозрачност ще доведе до по-ниска ликвидност, от което ще последва повишение на цената на капитала за фирмата. Освен това, високите транзакционни разходи, свързани с ниската ликвидност, могат да възпрепятстват ценообразуването на акциите и по този начин също увеличават неопределеността на цените на акциите. Gu и Zhao (2006) показват, че изглаждането на доходите има положителен ефект върху рейтингите на корпоративните облигации¹⁷. Въпреки това, в съществуващата литература няма много яснота по въпроса, дали изглаждането на дохода влияе върху цените на акциите?

Необходимо е да се отчете, че конвенционалните модели риск-възвръщаемост на Markowitz (1952) и Sharpe (1964), оценяват само систематичните рискови фактори, тъй като в добре диверсифициран инвестиционен портфейл се постига пълно елиминиране на компонента на специфичния риск на включените в него ценни книжа. Ако изглаждането на дохода редуцира само специфичния фирмен или идиосинкретичен риск и този риск е диверсифицируем, тогава то няма да има ефект върху цените на акциите. Според Merton (1987), Easley и O'Hara (2004) и Lambert, Leuz и Verrecchia (2007), ще е налице връзка между цената на капитала и изглаждането на дохода, ако последното,

¹⁶ LaFond, R., M. Lang, H. Ashbaugh-Skaife. "Earnings smoothing, governance and liquidity: International evidence," working paper. 2007.

¹⁷ Gu, Z., J. Zhao. "Information precision and the cost of debt," working paper, Carnegie Mellon University, 2006.

намалява специфичния фирмен риск, когато този риск не е напълно диверсифицируем от инвеститорите. Освен това, Merton (1987) показва, че на информационно-сегментираните пазари, специфичния фирмен риск може да бъде оценен, тъй като инвеститорите не могат да го диверсифицират изцяло¹⁸. Lambert, Leuz и Verrecchia (2007) показват, че ефекта на висококачествената счетоводна информация и финансовото оповестяване не е диверсифицируем¹⁹. В резултат, качеството на счетоводната информация и финансовото оповестяване могат да повлияят върху цените на акциите. Easley и O'Hara (2004) също показват, че при извършването на настройки на активите през множество периоди от страна на информираните и неинформираните инвеститори информационният риск, пред който са изправени неинформираните, не е диверсифицируем и следователно той ще бъде оценяван от тях²⁰.

Сред различните изследвания, които анализират връзката между възвръщаемостта и атрибутите на дохода, Subramanyam (1996) показва, че пазарът оценява дискреционните начисления²¹. След като, извършва регресия с вариационни данни на възвръщаемостта на акциите с дискреционните и недискреционните начисления, като компоненти на нетния доход, той открива, че дискреционният компонент се оценява от пазара. Това означава, че възвръщаемостта на акциите е по-висока за

¹⁸ Merton, R. "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information". *Journal of Finance*, vol.42, 1987, pp. 483-510.

¹⁹ Lambert, R., C. Leuz, R. Verrecchia. "Accounting information, disclosure, and the cost of capital". *Journal of Accounting Research*, vol.45(2), 2007, pp. 385-420.

²⁰ Easley, D., M. O'Hara. "Information and the cost of capital". *Journal of Finance*, vol.59(4), 2004, pp.1553-1583.

²¹ Subramanyam, K. "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*, vol.22, 1996, pp. 249-281.

фирмите, които имат по-големи стойности на дискреционните начисления.

Както споменахме по-рано, концепцията за „информационната неопределеност“ или информационният риск имат идентично значение, като „неясни стойности, или степента, до която фирмената стойност може да бъде разумно оценена от най-осведомените инвеститори“²². Неяснотата произтича от неточността, т.е., дисперсията в оценките за бъдещите фирмени резултати²³. Една от променливите, които често се използват за измерване на информационната неопределеност, е фирменият размер. Тя се измерва, чрез пазарната капитализация на фирмата. Изглежда достоверно, че малките фирми са по-малко диверсифицирани и предоставят на пазара по-малко налична информация, отколкото големите фирми. Малките фирми може също да имат няколко клиенти, доставчици и акционери, и не могат да си позволят да извършват големи разходи, свързани с оповестяването на информация. От своя страна е възможно инвеститорите да имат фиксирани разходи за придобиването на информация, което прави малките фирми за тях неатрактивни. За съжаление, дори ако в действителност фирменият размер е полезен показател за неопределеността, съществува вероятност той да обхване други фактори, които също потенциално може да доведат до погрешни изводи. Jiang et. al, (2005) дефинират информационна неопределеност като неяснотата по отношение на последиците от новата информация за фирмената стойност, която потенциално произтича от два източника: волатилността на

²² Jiang, G., C. Lee, Y. Zhang. "Information uncertainty and expected returns". *Review of Accounting Studies*, vol.10, 2005, pp. 185-221.

²³ Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. "Costs of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, vol.79, 2004, pp. 967-1010.

фирмените фундаментални фактори и дефицита на информация²⁴. Предполага се, че ако инвеститорите подценяват публичната информация, те ще подценят дори в по-голяма степен информационната неопределеност. Jiang et al. (2005) проверяват дали по-голямата информационна неопределеност, относно въздействието на новините върху стойността на акциите, води до по-висока възвръщаемост, като следствие от лошите новини в сравнение с възвръщаемостта на акциите, при която има по-малко информационна неопределеност. Фокус на тяхното изследване е анализа на това как ценовата тенденция, следваща разкриването на публична информация, варира с информационната неопределеност. При използването от тяхна страна на последващата възвръщаемост, като променлива за очакваната възвръщаемост изследват нейната връзка по отношение на шест променливи за информационната неопределеност: фирмен размер, фирмена възраст, анализаторско покритие, дисперсия в прогнозите на анализаторите, волатилност на възвръщаемостта и волатилност на паричните потоци²⁵. Те откриват, че за всяка от тези шест променливи, по-голямата информационна неопределеност води до сравнително по-ниска бъдеща възвръщаемост на акциите, като следствие от лоши новини и относително по-висока бъдеща възвръщаемост при наличието на добри новини. Това предполага, че неопределеността, забавя отразяването на потока от информация в цените на акциите. С други думи, пазарната реакция на новата

²⁴ Jiang, G., C. Lee, Y. Zhang. "Information uncertainty and expected returns". *Review of Accounting Studies*, vol.10, 2005, pp. 185-221.

²⁵ По-високите стойности на тези променливи кореспондират с по-голяма информационна неопределеност. По-конкретно се използват реципрочните стойности на фирмения размер, фирмената възраст и анализаторското покритие.

информация е сравнително по-голяма за акциите с ниска определеност и са налице малко данни за прогнозиране на възвръщаемостта. От друга страна, за акциите с висока неопределеност, пазарната реакция е много по-малка. Добрите новини служат за прогнозиране на относително по-висока, бъдеща възвръщаемост, докато лошите-съответно по-ниска бъдеща възвръщаемост. Тази връзка между информационната неопределеност и бъдещата възвръщаемост остава и след контролиране за общите фактори, използвани в предишни емпирични изследвания.

Противоположните ефекти на информационната неопределеност върху възвръщаемостта на акциите след появата на добри и лоши новини, разширяват документиранияте стратегии за търговия. В резултат, търговските стратегии, които купуват акции при добри новини и продават при лоши, работят особено добре, когато се ограничават до акции с висока неопределеност²⁶. Например, при инерционната стратегия (купуване на минали печеливши и продаване на минали губещи) акции, които са с най-ниска волатилност (ниска неопределеност) генерират 0,63% месечна възвръщаемост, но подобни стратегии, базирани върху акции с най-висока волатилност (висока неопределеност) получават -2,63% месечна възвръщаемост. Други променливи за неопределеността предоставят подобни резултати²⁷. До подобни изводи достигат и Daniel et al. (1998). Те разработват модел, в

²⁶ Предишни изследвания откриват, че инерционните стратегии работят по-добре при малките фирми, фирмите на растежа, фирмите с ниско аналитическо покритие и фирмите с необичайни обеми на търговия (Виж Titman 1999; Hong, Stein 2000; Lee, Swaminathan 2000. Тези доказателства са в съответствие с прогнозите за взаимодействието между информационната неопределеност и инерционните сили.

²⁷ Zhang, X. "Information uncertainty and stock returns". The Journal of Finance, vol.61(1), 2006, pp. 105-137.

който инвеститорите са прекалено уверени по отношение на тяхната частна информация и поради тази причина я надценяват, и подценяват публичните сигнали (например прогнозите на анализаторите)²⁸. В резултат на това, бъдещата възвръщаемост е прогнозируема. В допълнение, те твърдят, че прогнозируемостта на бъдещата възвръщаемост трябва да бъде по-силна за фирми с по-голяма неопределеност, тъй като инвеститорите са склонни да бъдат по-уверени, когато е трудно да се оцени бизнеса на фирмата. Този аргумент предполага, че по-голямата неопределеност е свързана с относително по-висока (ниска) възвръщаемост, следваща добрите (лошите) новини.

Представените доказателства показват, че информационната неопределеност има нежелано въздействие върху реакцията на капиталовия пазар при отчитане на печалби от компаниите. В тази връзка, Habib et al. (2011) показват, че колебанията в пазарната неопределеност причиняват изменения в цените на акциите, в отговор на неочакваните печалби²⁹. Поради това изглежда, че инвеститорите идентифицират неопределеността и са способни да установят кои фирми са изправени пред тези условия. От друга страна, съществува вероятност публикуваната информация от компании с висока неопределеност да бъде по-малко значима за инвеститорите. В резултат на това, равнището на приложимост на публикуваните данни от тези компании е по-ниско.

²⁸ Daniel, K., D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam. Investor psychology and security market over- and under-reactions. *Journal of Finance* 53, 1998.

²⁹ Habib, A., et al. Environmental uncertainty and the market pricing of earnings smoothness. *Advances in Accounting. incorporate. Adv. Int. account*, 2011., doi:10.1016/j.adiac. 2011.04.003

Въпреки това, доказателствата показват, че информационната неопределеност има по-малко въздействие върху реакцията на капиталовия пазар при компании, които изглаждат своите доходи. В този смисъл, Dimitropoulos и Asteriou (2009) откриват, че показателите за управление на печалбите, базирани на дискреционните начисления, играят значима роля при повишението на цените на акциите³⁰. Въпреки това, Hejazi et al. (2011) откриват, че между изглаждането на дохода и бъдещата възвръщаемост на акциите на компаниите няма значима връзка³¹. Следователно, може да се заключи, че инвеститорите на капиталовите пазари адекватно оценяват средата на корпоративното финансово отчитане. Те не се позовават на информацията за компании, имащи признаци, че управляват печалбите си и избягват да инвестират в тях. В контраст, Chen (2009) доказва, че фирмите, които са склонни да изглаждат доходите си, имат по-малко информационна неопределеност. Също демонстрира, че пазарът и инвеститорите оценяват положително изглаждането на доходите. По-специално, фирмите с по-изгладени доходи са склонни да реализират по-висока възвръщаемост. В допълнение, доказателствата показват, че информационната неопределеност има положително въздействие върху реакцията на капиталовия пазар към информационното съдържание на изглаждането на дохода. Стига се до извода, че капиталовият пазар реагира на информационното съдържание на изглаждането на дохода, само при наличие на неопределеност.

³⁰ Dimitropoulos, P., D. Asteriou. The Value Relevance of Financial Statements and Their Impact on Stock Prices, Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 24, 2009, pp. 248-265.

³¹ Hejazi, R., Roohollahfitasi., Mohammad. Smoothing the profit and uncertainty information. *Accounting and Auditing investigation*, Tehran University. *Facul. Manag. Stud.*, Volume 18, Number 63, 2011.

Тези констатации имплицитно обясняват поведението на мениджърите на компаниите и също отразяват опасенията на капиталовия пазар при наличието на неопределеност. Следователно е възможно, мениджърите на компании с висока неопределеност да изглаждат доходите си, за да компенсират последиците от неопределеността върху пазарните цени. Освен това, изглежда, че инвеститорите отчитат наличието на неопределеност в компаниите при процеса за вземане на инвестиционни решения. В резултат от невъзможността за прогнозиране паричните потоци на компаниите с висока неопределеност, управляваните печалби осигуряват на инвеститорите допълнителни информационни предимства.

Използвана литература

1. Beidleman, C. Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review* 48 (4), 1973, pp. 653–667.
2. Chen, L. Income Smoothing, Information Uncertainty, Stock Returns, and Cost of Equity. A Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee on Business Administration In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy with Major in Management in the Graduate College. The University of Arizona. 2009.
3. Daniel, K., D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam. Investor psychology and security market over- and under-reactions. *Journal of Finance* 53, 1998.
4. DeFond, M.L., C.W. Park Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23, 1997, pp. 115-139.
5. Dimitropoulos, P., D. Asteriou. The Value Relevance of Financial Statements and Their Impact on Stock Prices, Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 24, 2009, pp. 248-265.
6. Easley, D., M. O'Hara. Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, vol. 59, no. 4, 2004, pp. 1553-1583.
7. Francis, J., R. LaFond, P.M. Olsson, K. Schipper. Cost of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 2004, pp. 967-1010.
8. Foroughi, D., A. Mostafa, N. The relationship between environmental uncertainty and the use of managers from discretionary accruals in companies listed in Tehran Stock Exchange. *J. Account. Audit. Res.*, Year IV, No. 14. 2012.

9. Goel, A., A.Thakor, Why Do Firms Smooth Earnings? *Journal of Business*, 76(1), 2003, pp.151-192.
10. Graham, J.R., C.R. Harvey, S. Rajgopal. "The economic implications of corporate financial reporting". *Journal of Accounting & Economics*, vol. 40, no. 1-3, 2005, pp. 3-73.
11. Gu, Z., J. Zhao. "Information precision and the cost of debt," working paper, Carnegie Mellon University, 2006.

ESG ДЕТЕРМИНАНТИТЕ НА ЧАСТНИТЕ ПЕНСИОННИ ИНВЕСТИЦИИ

ас. Милена Бенева

Икономически университет – Варна

Резюме: През последните години, екологичните, социални и управленски въпроси (ESG) правят революция в начина, по който бизнесът и финансовите институции осъществяват дейността си. Принципите за отговорно инвестиране отдавна са акцептирани от множество инвеститори, вкл. от най-големите пенсионни институции.

Освен това тенденциите на капиталовите пазари от началото на века и демографските проблеми, изправиха частните пенсионните фондове пред нови предизвикателства. Те все повече търсят източници на дългосрочна, устойчива възвръщаемост. Социално-отговорните инвестиции и конкретно инвестициите в зелена инфраструктура, имат потенциал да предоставят търсения доход, да осигурят подкрепа и да доведат до така желаня „зелен растеж“ на икономиките.

Несъмнено XXI-ви век започна началото си под знака на наложилото се разбиране за „устойчиво развитие“. Съпричастността на инвеститорите към устойчивото развитие нарасна значително след оповестяване на Принципите за отговорно инвестиране (UN PRI) през 2006 г. Показателно за това е, че те са акцептирани от близо 1500 инвеститори от над 50 държави, които управляват активи на стойност 60 трил. USD към

настоящия момент.¹ Принципите за отговорно инвестиране са доброволни и препоръчителни. Те са разработени от заинтересовани институционални инвеститори и предлагат набор от възможни действия за инкорпориране/интегриране на ESG детерминантите в инвестиционните процеси.²

Екологичните, социални и управленски въпроси, познати под общото наименование ESG фактори, включват разнообразни области на влияние във всяко от трите направления:

- околна среда (environment) – климатични промени и емисия на парникови газове; енергийна ефективност; оскъдност на ресурсите; замърсяване; достъп до вода;
- социални фактори (social factors) - здраве и сигурност; популация и потребление; отношения със заинтересованите страни (репутация); вериги за доставка; условия на труд;
- управление (governance) - качество на отчитане и одитиране; структура на борда на директорите; възнаграждения; права на акционерите; прозрачност.³

През последните години все повече инвеститори споделят убеждението, че вземането под внимание на ESG факторите: от климатичните промени и глобализацията, до преобразуващите се обществени очаквания към корпорациите и финансите, играе значителна роля за дългосрочното представяне на инвестициите.⁴

За постигане целите на устойчивото развитие са необходими значителни инвестиционни ресурси както в

¹ <https://www.unpri.org/about>

² <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>

³ Mercer. An Investment Framework for Sustainable Growth. Capturing a Broader Set of Risks and Opportunities: Integrating ESG and Sustainability Themes. 2015, p. 1.

⁴ Boston College Center for Corporate Citizenship. Institute for Responsible Investment. Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes. 2008, p. 2.

развитите, така и в развиващите се страни. Глобалните инвестиционни нужди са от порядъка на 5 до 7 трил. USD на година. Инвестиционните потребности в развиващите се страни са оценени между 3,3 до 4,5 трил. USD годишно, основно за базисна инфраструктура (пътища, пристанища, енергийно производство, управление на водите и отпадъците), агрокултура, адаптация и смекчаване на климата, здраве и образование. Ролята на публичния сектор за финансиране на инвестиционните нужди е ключова, но и ограничена от разполагаемите бюджетни ресурси, затова намесата на големите институционални инвеститори е незаменима.⁵

Потенциалната роля на частните пенсионни фондове за финансиране „зеления растеж“ на икономиката е огромна. Те разполагат със значителни по размер инвестиционни средства - активите им под управление към края на 2015 г. възлизат на 29 трил. USD, което представлява около 36% от световния БВП.⁶ Социалната значимост на частните пенсионни плащания нараства в контекста на застаряване на населението. Пенсионните фондове са отговорни за предоставяне на устойчива, за предпочитане инфлационно-коригирана възвръщаемост на техните бенефициенти.⁷ От друга страна, тренда на финансовите пазари (ниски лихвени равнища и инфлация, висока волатилност и висока корелация между активите, ограничено предлагане на „сигурни активи“)⁸ и препоръките на регулаторните органи (за

⁵ UNCTAD. World Investment Report. Investing in the SDGs: An Action Plan. 2014, pp. 10-11.

⁶ OECD. Business and Finance Outlook 2015, p. 88.

⁷ OECD. The Role of Institutional Investors in Financing Green Growth. Institutional Investors and Green Infrastructure Investments: Selected Case Studies. 2013, p.17.

⁸ OECD. Business and Finance Outlook 2015.

рисково-базирана платежоспособност; за инвестиции, задвижвани от задълженията (LDI) и социално-отговорно инвестиране (SRI)⁹, провокират интереса на пенсионните фондове към устойчивите инвестиции и инвестициите в зелена инфраструктура в частност.

В доклада на Freshfields (2005) за UNEP FI се проучва правната рамка за интегриране на ESG детерминантите в инвестиционния процес на институционалните инвеститори. Изследвани са девет юрисдикции, а основният въпрос е дали вземането предвид на екологичните, социални и управленски фактори е в разрез с доверителните задължения/благоразумните инвестиционни принципи на пенсионните фондове.¹⁰ Въпреки че различните юрисдикции имат разнообразни интерпретации на доверителната отговорност на пенсионните фондове, основополагащото мнение е, че не съществуват пречки за включване на ESG съображенията в ежедневния процес на управление на фондовете, при условие че фокусът винаги е

Pyramis Global Institutional Investor Survey. Shortening the Time Horizon. 2012, p. 16.

Caballero, R. and E. Farhi (2014), "On the role of safe asset shortages in secular stagnation", in C. Teulings and R. Baldwin (eds), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU eBook, London: CEPR Press. p. 113

⁹ Hinz, R. *Regulation and Supervision of Pension Funds*. 2014.

¹⁰ По смисъла на законодателството в проучваните от Freshfields (2005) девет юрисдикции, пенсионните фондове имат доверителни задължения в четири от тях (САЩ, Великобритания, Канада и Австралия), а в останалите пет държави (Япония, Испания, Италия, Франция и Германия), задълженията на пенсионните фондове не се определят като доверителни. Въпреки това, пенсионните фондове там имат задължение да действат като „благоразумен инвеститор“ или „в най-добрия интерес“ на бенефициента.

Freshfields Bruckhaus Deringer, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* (Geneva:UNEP Finance Initiatives), 2005.

поставен върху бенефициентите, а не се базира на несвързани с целите на пенсионния фонд приоритети.¹¹

Независимо от това, че критиците на SRI на пенсионните фондове са по-малко от привържениците, те изтъкват няколко основателни аргумента. Според тях ESG интеграцията представлява неуместна политическа намеса в инвестиционните стратегии на пенсионните фондове. Освен това, споделят мнението, че SRI могат да бъдат рискови от гледна точка на финансовото представяне, а поради тази причина и да подкопаят доверителните задължения (неразделна част от задължението за лоялност) на пенсионните фондове.¹²

Провокирани от непрестанните споровете по темата дали доверителните задължения/благоразумните инвестиционни принципи на пенсионните фондове „спъват“ техните социално-отговорни инвестиции, редица учени и организации продължават да проучват въпроса. Ноернер, Резек и Сигл (2013) защитават тезата, че акумулирайки ресурси от множество бенефициенти, пенсионните фондове имат имплицитна отговорност да бъдат загрижени за благоденствието на обществото и околната среда. Резултатите от проучването им оборват аргументите „против“ интеграцията на ESG факторите в инвестиционния процес. Основните изводи от тяхното изследване са следните:

- тестовете отхвърлят хипотезата, че интеграцията на корпоративната екологична отговорност в инвестиционния

¹¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, Cit. op., 2005, p. 8.

¹² Hoepner, A., M. Rezac and S. Siegl. Does pension funds' fiduciary duty prohibit the integration of environmental responsibility criteria in investment processes? A realistic prudent investment test. Working Papers in Responsible Banking & Finance, WP N° 13-010, 2013, pp. 5-6.

процес на пенсионните фондове има отрицателно въздействие върху финансовите резултати;

- допълнителният рисков анализ показва, че от риск-мениджмънт перспектива, специфичните ESG детерминанти имат положително въздействие върху защитата на пенсионните портфейли (редуцират риска от снижение (downside risk)).¹³

Johnson (2014) напомня, че в основата на задължението за лоялност е поставена безпристрастността между различните групи бенефициенти, включително между различните поколения. Имайки предвид възможността за прехвърляне на богатството, на разходите за възстановяване на околната среда и на климатичните рискове между младото и по-възрастното поколение, невъзможността на попечителите да адаптират устойчивия инвестиционен подход ще доведе до неизпълнение на доверителните им задължения. Повдигат се нови въпроси относно способността на доверените лица да разпределят инвестиционния капитал ефективно, с възможности за икономически растеж и управление на рисковете, свързани с бъдещите доходи на портфейла.¹⁴

Richardson (2007) също е сред привържениците на идеята „за“ включване на екстрафинансовите критерии в инвестиционния процес, изтъквайки още доводи, че ESG темите са в унисон с правните задължения на пенсионните фондове, а именно:

- съществуват различни разбирания относно правната норма „в най-добрия интерес“ на бенефициента. Не винаги този

¹³ Hoepner, A., M. Rezac and S. Siegl. Cit. op., pp. 5-6.

¹⁴ Johnson, K. Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties. The International Institute for Sustainable Development, Reserch Report, 2014, p. 8.

интерес е чисто финансов, а може да бъде постигане на различни етични и социални ползи;

- дефинициите и методите на SRI са изключително гъвкави, и сред тях попадат направления от дейности и инвестиции, спомагащи за изпълнението на доверителните задължения;
- попечителите трябва да обръщат внимание на значителните екологични рискове, които могат да окажат негативно влияние върху финансовите резултати, включително и възможността да бъдат мултиплицирани поради „универсалната собственост” на пенсионните фондове.¹⁵

Основната идея, заложена в концепцията за „универсалната собственост” е, че големите институции инвестират дългосрочно в широко диверсифициран портфейл, следователно те притежават дял от цялата икономика и пазара. От тази гледна точка на тях се пада и съществен дял от външните ефекти, откъдето произтича и рискът да бъдат засегнати нетните разходи на фондовете в настоящето или в бъдещ момент от време. Ако универсалните собственици погледнат холистично на проблема, то би следвало те да подкрепят целите на устойчивия растеж и устойчивото инвестиране, за постигане на дългосрочна стабилност на финансовите пазари и справедливост между поколенията. Универсалните собственици могат успешно да защитят/увеличат стойността на притежаваните от тях активи, управлявайки рисковата си експозиция към външните ефекти чрез активни практики на собственост, активни инвестиционни стратегии, които да интегрират ESG факторите, както и чрез полагане на съвместни усилия (повишаване на сътрудничеството) с

¹⁵ Richardson, B., Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment? *BANKING & FINANCE LAW REVIEW*, 2007, pp. 160-199. (<http://ssrn.com/abstract=970236>).

държавата. Необходимо е съзнателно насочване на портфейлната алокация към усъвършенстване на дългосрочното представяне.

В публикацията на Urwin (2011) „Пенсионните фондове като универсални собственици”, се отстоява мнението, че отрицателните външни ефекти водят до по-несигурна, бързо променяща се икономическа среда и по-големи системни рискове. За диверсифицираните инвеститори, екологичните разходи са неизбежни, тъй като те се връщат в портфолиото под формата на застрахователни премии, данъци, завишени цени на изходни суровини и отделяне на допълнителни средства за преодоляване на бедствията. От своя страна, екологичните разходи могат да редуцират бъдещите парични потоци за портфейлните инвеститори, както и очакваните дивиденди. Изчерпването на природния капитал ще допринесе до намаляване на паричните потоци в икономиката. Освен това, ефектите, генерирани от една компания водят до намаляване рентабилността на други дружества и по този начин могат да окажат значително влияние върху потенциала за растеж на капиталовите пазари, както и върху стойността на ценните книжа, търгувани там. И докато въздействието на отрицателните външни ефекти върху индивидуалните портфейли може да варира, то при големите инвеститори ще бъде в посока намаляване стойността на диверсифицирания портфейл, в следствие на природата (широко разпространение) и обема на екологичните разходи.¹⁶

Изследването на PRI и Trucost (2011) разкрива мащаба на проблема. Глобалните екологични разходи в резултат на човешката дейност са значителни по размер и с тенденция към

¹⁶ Urwin, R. Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 4, Issue 1, 2011, pp. 26-27. (<http://ssrn.com/abstract=1829271>).

нарастване. Разходите, произтичащи от емисията на парникови газове, прекомерната употреба на вода, замърсяването и неустойчивото използване на ресурси, през 2008 г. са оценени на 6,6 трил. USD, равняващи се на 11% от световния БВП. Изчислено е, че над 50% от приходите на компаниите могат да бъдат изложени на риск, в следствие на разходите за опазване на околната среда в претегленото портфолио според индекса MSCI All Country World Index. Проекцията за 2050 г. при настоящите темп на нарастване на населението, икономически растеж и употребата на природни ресурси, определя размера на екологичните разходи на 28,6 трил. USD, което се равнява на почти 18% от световният БВП. Институционалните инвеститори могат и трябва да действат колективно за да редуцират финансовия риск от въздействието на околната среда.¹⁷

Съобразяването с ESG рисковете е изключително важно за пенсионните фондове и особено за инфраструктурните им активи, поради дългосрочния инвестиционен хоризонт и обема на инвестираните ресурси. За да запазят стабилни бъдещите парични потоци, мениджърите трябва да вземат предвид всички рискови фактори (екологични, социални и управленски фактори наред с традиционните финансови, данъчни и икономически съображения). Разбирането на ESG въпросите може да защити инвестиционната възвръщаемост и да добави стойност към оперативното управление.¹⁸

Това схващане се потвърждава и от изследването на глобалният консултант Mercer (2015) относно значимостта на

¹⁷ PRI. Universal Ownership: Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors. PRI and Trucost, 2011, pp. 3-29.

¹⁸ PRI, UNEP FI, UN Global Compact. Responsible Investment in Infrastructure. A compendium of case studies. 2011, pp. 7-8; 21.

ESG факторите за профила риск/възвръщаемост на отделните класове активи. Както се забелязва от таблицата по-долу, въздействието на екологичните, социални и управленски въпроси е значително за повечето класове активи (инфраструктура, недвижима собственост, инвестиции с въздействие, агрокултура), при акциите, търгувани на фондовите пазари, ESG факторите оказват средно въздействие, а значимостта е ниска само при два от класовете активи.

Таблица 1

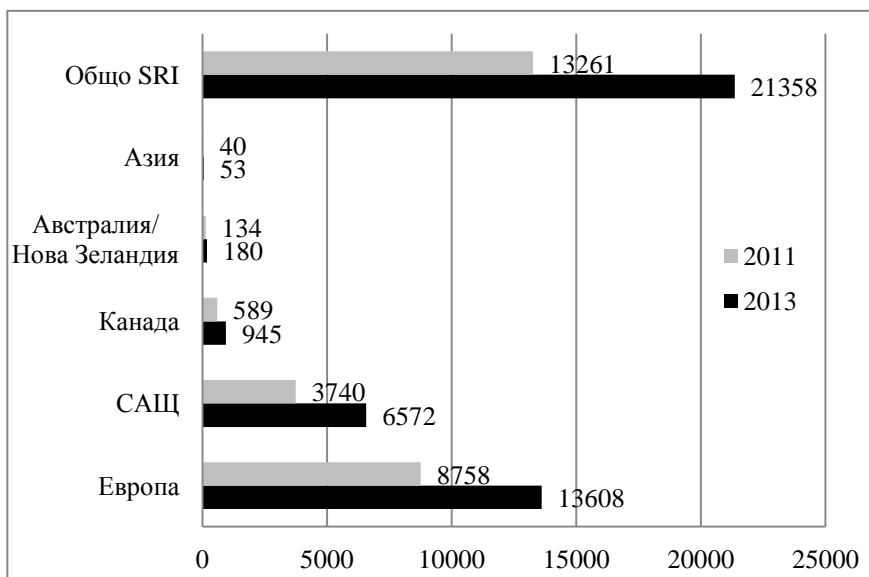
**Значимост на ESG факторите за профила
риск/възвръщаемост по класове активи**

Класове активи	Значимост на ESG факторите
Частни пазари	средна/висока
Инфраструктура	висока
Дървен материал	висока
Агрокултура	висока
Недвижима собственост	висока
Листнати акции	средна
ЦК с фиксирана доходност	ниска
Хедж фондове	ниска
Инвестиции с въздействие	висока

Бележка: Възприетите равнища на значимост са следните: ниска: <5%; ниска/средна: 5%-10%; средна: 10%-20%; средна/висока: 20%-40%; висока: >40%.

Източник: Mercer. The Pursuit of sustainable Returns. Integrating Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG) Factors and Sustainability by Asset Class. 2015, p. 2.

Водени от различни мотиви, много институционални инвеститори, в т.ч. пенсионни фондове, увеличават своите устойчиви инвестиции. През последните години, глобалните SRI активи нарастват значително - от 13,3 трил. USD в края на 2011 г. до общо 21,4 трил. USD, две години по-късно.



Фигура 1. Обем на SRI активите по региони (млрд. USD)

Източник: По данни на Global Sustainable Investment Association. 2014 Global Sustainable Investment Review. p.8.

Най-голям е ръстът на SRI активите в САЩ (76%), следван от този в Канада (60%) и Европа (55%). Въпреки това, устойчивите инвестиции в Европа запазват своето първо място с 13,61 трил. USD към края на 2013 г., заемайки почти 64% от глобалните.

Интересът към ESG инвестирането се потвърждава и от факта, че ръстът на устойчивите и отговорни инвестиции изпреварва общото нарастване на активите под професионално

управление и делът им в общите управлявани активи достига 30,2%.¹⁹

Процесът на социално-отговорно инвестиране е пряко обвързан с генерирането на алфа (допълнителна стойност) за всички заинтересовани страни. Инвестициите, направени в съответствие с ESG критерии показват ангажираност за изграждане на по-добро общество, вместо апатия по отношение на основните въпроси и проблеми, пред които е изправено човечеството. SRI създава иновации и нови процеси, които подобряват взаимоотношенията, изграждат лоялност и запазват клиенти/служители, групирани по общи интереси.²⁰

Провокирани от глобалните тенденции в социално-отговорното инвестиране, Mercer (2015) предлага подробен модел за интегриране на ESG детерминантите в традиционния инвестиционен подход „Убеждения, политика и процеси, портфолио” („Beliefs, Policy and Processes, Portfolio”).

¹⁹ Global Sustainable Investment Association. 2014 Global Sustainable Investment Review. pp.7-8.

²⁰ Maia, L. The role of financial institutions and sustainability. United Nations Environment Programme Finance Initiative. The Working Capital Report. 2007, pp. 20-21.

Таблица 2

**Модел на интегриране на ESG съображенията в
традиционния инвестиционен подход**

Интегриран модел	ESG политика		Портфолио
	Убеждения	Процеси	
Проучване на ESG	<ul style="list-style-type: none"> • минал опит; • текущи нужди на стейкхолдерите; • бъдещи очаквания. 	<ul style="list-style-type: none"> • регулация; • отраслови практики; • управление. 	<ul style="list-style-type: none"> • ESG рейтинги; • тематични стратегии.
Развитие на работния план	<ul style="list-style-type: none"> • семинари; • продължаващо обучение на попечителя; • ангажираност на членовете. 	<ul style="list-style-type: none"> • внедряване на ESG в съществуващия процес; • активна собственост. 	<ul style="list-style-type: none"> • преразглеждане на портфейла; • алокации.

Източник: Mercer. An Investment Framework for Sustainable Growth. Capturing a Broader Set of Risks and Opportunities: Integrating ESG and Sustainability Themes. 2015, p. 2

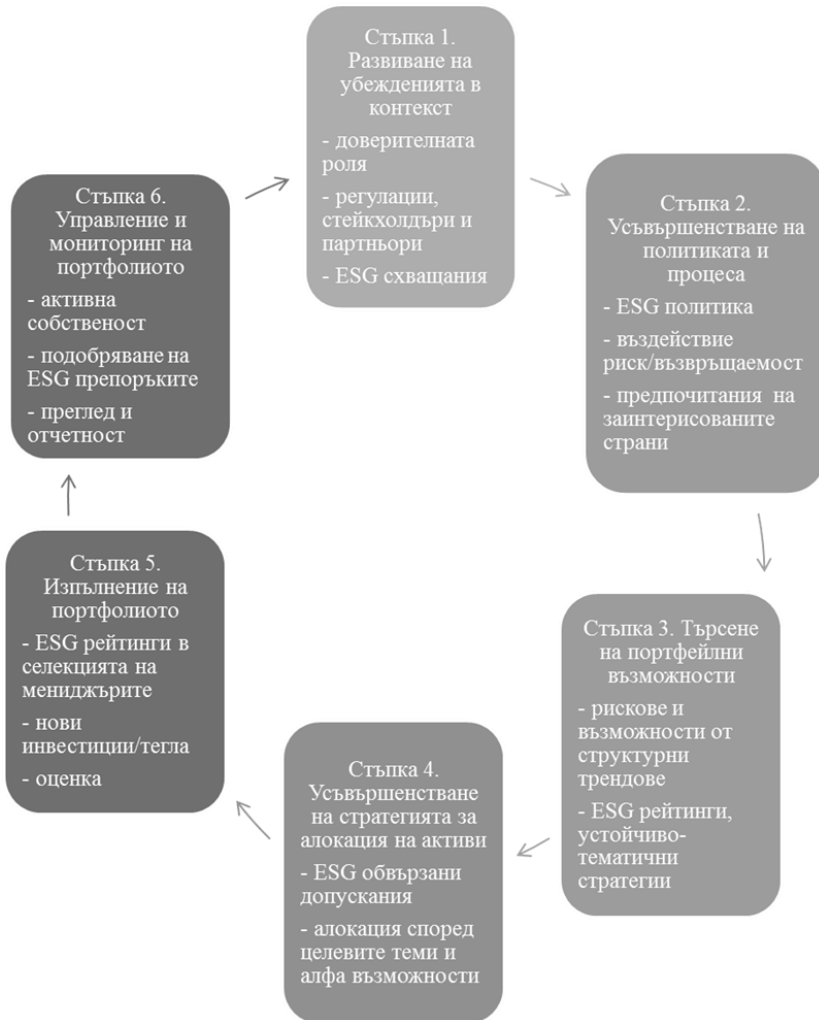
Тристепенният процес за успешното интегриране на ESG факторите, е описан по-долу.

1) Преразглеждане на убежденията

Инвестиционната стратегия се подкрепя/заздравява от инвестиционните убеждения на заинтересованите страни. Тези убеждения се отразяват върху дългосрочната визия за това как инвестиционните пазари работят и оттам как се създава стойността. Стиковането на убежденията с ESG факторите дава по-широка перспектива върху дългосрочните рискове и възможности и следователно по-добра подготовка за случаите, в които пазарните условия се променят, което представлява „канализиране” на процеса на инвестиционно управление (ръководене).

2) Осъвременяване на политиката и вграждането ѝ в процеса

След като убежденията включват ESG интеграцията и устойчивостта, политиката следва да бъде осъвременена подобаващо, като съображенията бъдат изпълнявани на всяка стъпка от инвестиционния процес. Ето и детайлите:



Фигура 2. Стъпки за внедряване на ESG факторите в инвестиционния процес

Източник: Mercer. An Investment Framework for Sustainable Growth. Capturing a Broader Set of Risks and Opportunities: Integrating ESG and Sustainability Themes. 2015, p. 4

3) Създаване на работен план, който да инкорпорира ESG факторите (изграждане на устойчив портфейл)

Инкорпорирането на ESG факторите и темите за устойчивост сред класовете активи може да се разглежда в контекста на смекчаване на риска и проактивна алокация. Инвеститорите могат да избират да подкрепят устойчивостта чрез обвързване с компании, притежаващи високи ESG рейтинги, могат да се фокусират върху едно специфично устойчиво направление (pure play алокация) или върху стратегии, които набелязват цяла сфера от рискове на околната и социална среда, като ключов инвестиционен драйвер.²¹

Оценяването на ESG рисковете и възможностите може да се адаптира за отделни инвестиции или класове активи, но най-ефективният начин за прилагане принципите на устойчивия растеж е чрез интегрирането им в стандартния инвестиционен процес. Това би осигурило една допълнителна гледна точка (нова перспектива), която да спомогне за конструиране на портфейл от активи, носител на устойчива възвръщаемост.

Пенсионните фондове са изправени пред уникални предизвикателства, генерирани от реалността на капиталовите пазари и демографските проблеми. Освен това, като „универсални собственици“ те са изложени на множество рискове и пренебрегването на екологичните, социални и управленски въпроси генерира значителна опасност. Пенсионните фондове са призвани да действат „в най-добрия

²¹ Mercer. Cit. op., 2015, pp. 3-5.

интерес” на бенефициентите и да осигурят устойчиви пенсионни доходи в дългосрочен план, затова необходимостта от стратегическо позициониране и включването на ESG факторите при вземане на инвестиционни решения нараства. Отчитането на ESG съображенията може да се извършва за инвестиции в конкретен клас актив (като инфраструктура например), който е изложен на значително въздействие на тези фактори или още по-ефективно – да се интегрира в традиционния инвестиционен подход.

Използвана литература

1. Boston College Center for Corporate Citizenship. Institute for Responsible Investment. Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes. 2008.
2. Caballero, R. and E. Farhi (2014), “On the role of safe asset shortages in secular stagnation”, in C. Teulings and R. Baldwin (eds), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU eBook, London: CEPR Press. pp. 111-122.
3. Freshfields Bruckhaus Deringer, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* (Geneva: UNEP Finance Initiatives), 2005.
4. Global Sustainable Investment Association. 2014 Global Sustainable Investment Review.
5. Hinz, R. *Regulation and Supervision of Pension Funds*. 2014.
6. Hoepner, A., M. Rezac and S. Siegl. Does pension funds' fiduciary duty prohibit the integration of environmental responsibility criteria in investment processes? A realistic prudent investment test. Working Papers in Responsible Banking & Finance, WP N° 13-010 , 2013.
7. Johnson, K. *Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties*. The International Institute for Sustainable Development, Reserch Report, 2014.
8. Maia, L. *The role of financial institutions and sustainability*. United Nations Environment Programme Finance Initiative. The Working Capital Report. 2007.
9. Mercer. *An Investment Framework for Sustainable Growth. Capturing a Broader Set of Risks and Opportunities: Integrating ESG and Sustainability Themes*. 2015.

10. Mercer. The Pursuit of sustainable Returns. Integrating Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG) Factors and Sustainability by Asset Class. 2015.
11. OECD. Business and Finance Outlook 2015.
12. OECD. The Role of Institutional Investors in Financing Green Growth. Institutional Investors and Green Infrastructure Investments: Selected Case Studies. 2013.
13. PRI, UNEP FI, UN Global Compact. Responsible Investment in Infrastructure. A compendium of case studies. 2011.
14. PRI. Universal Ownership: Why Environmental Externalities Matter to Institutional Investors. PRI and Trucost, 2011.
15. Pyramis Global Institutional Investor Survey. Shortening the Time Horizon. 2012.
16. Richardson, B., Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment? *BANKING & FINANCE LAW REVIEW*, 2007, pp. 160-199. (<http://ssrn.com/abstract=970236>).
17. UNCTAD. World Investment Report. Investing in the SDGs: An Action Plan. 2014.
18. Urwin, R. Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 4, Issue 1, 2011. (<http://ssrn.com/abstract=1829271>).
19. <https://www.unpri.org/about>
20. <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>

ОБЛАГАНЕТО НА ХАЗАРТА ОТ РАЗСТОЯНИЕ – ТРАНСФЕР НА ДАНЪЧНИ ФОРМИ И ПРАВИЛА ВЪВ ВИРТУАЛНАТА РЕАЛНОСТ

Въведение

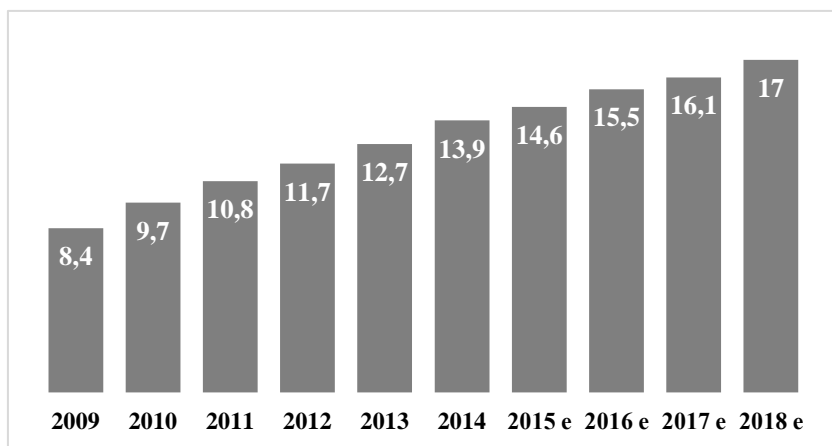
На фона на *дерегулирането* в края на 20 век хазартната индустрия остава запазена „територия“ на държавна намеса. Причините за това са свързани с концепцията за хазартните игри като *демериторични блага*, чиито обществени щети и разходи превишават индивидуалните. Независимо демериторичния си характер, този бизнес „разиграва“ значителни обороти, които допълнително нарастват благодарение на технологиите (интернет, мобилни приложения, интерактивна телевизия) и разширяване достъпа до тях на обикновения потребител. В контекста на тази *технологична революция* някои страни членки на ЕС предпочитат термина *онлайн хазарт*, докато други - *понеутралното в технологичен план – хазарт от разстояние*¹.

В качеството си на *обект* в настоящия доклад двете понятия се използват като синоними. *Предметът* на изследване са данъчнополитическите решения и практики, насочени към разширяване дела на регулирания пазар на онлайн хазарт. *Целта* е да се интерпретират отдавна утвърдени данъчни форми и правила от гледна точка спецификите на този относително нов и високотехнологичен бизнес.

¹ “В становищата си за зелената книга страните членки и стейкхолдерите подчертават нуждата от дефиниция, която да обхване всички форми на хазарт и на електронна или дистанционна комуникация като интернет, мобилен телефон, цифрова телевизия“ (European Commission 2012: 7).

1. Абсорбиране пазара на хазарт от разстояние

Оборотите на хазарта от разстояние в ЕС се визуализират на фиг. 1. За разгледания период се предвижда удвояване на постъпленията от хазартни игри онлайн: от £8, 4 млрд. (2009) на £17 млрд. (2018). Основание да се доверим на прогнозите е досегашният плавен ръст, несмушаван от глобалната криза, което показва *цикличната устойчивост* на приходите от онлайн хазарт.



Фигура 1. Обороты от онлайн хазарт в ЕС, 2009-2018 (млрд. паунда)²

Фактор за увеличението им е *специфичният потребителски профил*. За разлика от останалите пазари, където негативният опит и емоция са достатъчна причина клиентът да се отдръпне, то при хазарта е точно обратно. „Този аспект (...) е особено видим в сегмента на онлайн хазарта, където повтарянето на играта е улеснено от липсата на работно време на пункта за залози и от пределно ниските парични и непарични разходи за достъп (...)“ (Calvosa 2013).

² Източник: (Stocks 2015: 4). Данните за 2015 – 18 г. са прогнозни.

Стабилният годишен ръст обяснява защо повечето страни членки на ЕС полагат усилия да интегрират онлайн хазарта в данъчните „мрежи“. Двущифрени обороти в милиарди евро на фона на задължителна/желателна фискална консолидация е неоправдано да останат необложени. Този процес е известен като *абсорбиране*, т.е. регулиране на пазара на хазарт от разстояние посредством данъчни и други законови мерки (PwC 2011: 8-9). Между 2010 и 2016 г. повечето държави в ЕС постигат напредък посредством монопол или данъчно легитимиране на онлайн хазарта, както се вижда от таблицата по-долу.

Таблица 1

„География“ на регулациите, вкл. и данъчните, при хазарта от разстояние³

Регулации	2010	2016
Облагане на онлайн хазарта след лицензиране от държавен регулатор	Великобритания, Франция, Италия, Белгия, Унгария, Чехия, Естония, Латвия	Великобритания, Франция, Италия, Белгия, Унгария, Чехия, Естония, Латвия, Испания, Германия, Дания, Полша, Румъния, България
Монопол върху онлайн хазарта	Австрия, Нидерландия, Люксембург, Португалия, Словакия, Словения, Финландия, Швеция	Австрия, Нидерландия, Люксембург, Словакия, Финландия, Швеция

³ Източник: Данните за 2010 г., респ. 2016 г. са от: (PricewaterhouseCoopers 2014:1), (GamblingCompliance 2016: 3).

В микроикономиката *монополът* е *отричан*, предвид количественото ограничаване на предлагането при увеличена крайна цена. При *хазарта от разстояние* обаче някои икономики трайно разчитат именно на тази пазарна структура (вж. таблица 1). Дали този бизнес е в състояние да „изтрие“ *микроикономическото „клеймо“ върху монопола?*

Съдът по справедливостта на ЕС формулира някои *характеристики на онлайн хазарта*, които го правят *податлив на монопол*. „ 69. (...) страните членки срещат (...) трудности при оценката на професионалните качества и интегритет на операторите (...) 70. Липсата на пряк контакт между потребителя и онлайн оператора на хазарт поражда (...) рискове от измами от страна на операторите (...)” (CJEU, C-42/07, paras 69, 70).

Въпреки назованите от Съда специфики, проучвания, проведени между 2008 – 2012 г. в *страни членки на ЕС с монопол*, показват отстъплението му пред възможностите на хазарта от разстояние. В Нидерландия 0,5 млн. потребители използват нелицензирани услуги при среден залог €12-€13, докато във Финландия оборотите към чуждестранни провайдъри достигат €120 млн. годишно. В съседна Швеция между 29% и 38% от играчите са клиенти единствено на чуждестранни онлайн организатори. В Словения 40% от запитаните споделят, че имат достъп до хазартни игри през чуждестранни сайтове, докато в Словакия според правителствени оценки това са 90% от онлайн участниците. В Гърция оборотът от нелегален хазарт от разстояние достига €2 млрд⁴ (European Commission 2012: 12-13).

⁴ Огромните обороти в „сивия“ сектор на икономиката и задължителната фискална консолидация катализират решението на гръцката държава още през 2013 г. да продаде дела си от 33% в капитала на хазартния монополист OPAP за €650 млн. (www.ft.com).

Посочените факти показват неефективността на монопола да защити *обществения интерес*, като контролира виртуалното пространство. Ето защо към 2016 г. мнозинството страни членки на ЕС се ориентира към данъчно облагане на организаторите на игри на случайността след получаване на лиценз от обществен/държавен регулатор.

2. Данъчно облагане на онлайн хазарта в ЕС – реалности и постулати

В духа на *субсидиарността* страните членки на ЕС запазват *дискреция в данъчното облагане на хазарта от разстояние*. „(...) Политика на еврокомисията е (...) да не коментира предложените данъци върху хазарта, вкл. данъчна основа и ставка“ (Луска 2014). Резултатът е *фрагментираност* на режимите, като част от държавите прилагат данък върху оборотите от залози, докато останалите – данък върху брутната печалба на организаторите и много по-рядко корпоративен данък.

Преди да се анализира въздействието на посочените данъчни форми върху абсорбирането на пазара, следва да се интерпретира *релацията „количество–цена“ в контекста на хазарта*. Тя *коренно* се различава от традиционната. Количеството хазарт няма нищо общо със стандартните натурално-веществени показатели. Количественото измерение в хазарта е *монетарна величина* – сумата на направените залози за даден период. *Нетрадиционна* е и интерпретацията на цената. Обичайно последната е *парично плащане* от купувача на продавача *в замяна на получена стока/услуга/въздръжане от действие*. При хазарта *цената не може да се отъждестви с направения залог от участника*. Последният играе, защото очаква тази сума да се „*върне*“ обратно при него под формата на

печалба/награда. Отгук се поражда разликата: „(...) цената на единичния залог се описва като пропорцията (...), която средно се задържа от оператора“ (Forrest 2010). Ако обобщим казаното на *ниво фирма*, организаторите на хазартни игри разполагат именно с т.н. *брутна печалба*⁵.

Предвид специфичната интерпретация на връзката „количество – цена“ при хазарта, може да се счита, че *данък, наложен върху направените залози, е продукт*, т.е. това е *данък* върху физическа единица. Тогава *данъкът върху брутната печалба е адвалорен*, т.е. той е начислен върху цената на услугата за участника, изразена в *take out rate* на организатора. Последният термин се интерпретира като *коэффициент на задържане* от оператора на хазартни игри, вкл. и от разстояние.

При *данъка върху направените залози* операторът няма мотив да намалява цената, което, при равни други условия, отблъсква клиенти. Високите цени подтикват потребителите да потърсят услуги от оператори, които не плащат данъци. По този начин се ограничава и забавя процесът на *абсорбиране* на пазара. Това влошава и данъчната събираемост, и защитата на потребителите, които остават в „орбитата“ на нелегитимни провайдъри на хазартни игри.

Данъкът върху оборота от залози се прилага в двете най-големи европейски икономики. При 5% ставка около € 1,4 млрд. брутни печалби от онлайн хазарт в Германия не генерират данъчни постъпления, защото са в нерегулирания пазар, оценяван общо на €1,7 млрд. (Glueckspielaufsichtsbehoerden der Laender 2015: 10-14). Причината е, че лицензираните организатори

⁵ Брутната печалба е разлика между сумата на получените залози и изплатените печалби/награди от компаниите за хазартни игри.

прехвърлят тежкото данъчно бреме на играчите, а те търсят „спасение” при нелегитимните компании.

При онлайн хазарта коефициентите на изплащане на печалби се оценяват на над 90% в зависимост от играта, която се предлага (Луска 2014: 288-296). Това се равнява на около 10% коефициент на задържане. Във Франция той допълнително ерозира като последица от 8,5% налог върху сумата на залозите. Високата данъчна тежест отблъсква утвърдени европейски компании да кандидатстват за разрешително да предлагат онлайн игри във Франция. Неуспехът на данъчния модел там се потвърждава и от следната статистика. „През 2012 г. приходите от спортни залагания на лицензирани онлайн оператори в Дания възлязоха на € 157 млн., докато във Франция те бяха едва €138 млн.“ (Луска 2014: 296). Освен очевадните разлики с Франция, Дания прилага *и различен данък – 20% върху brutните печалби на организаторите.*

Самочувствието на огромни пазари и неадекватният избор на данъчно облагане са фактори, възпрепятстващи процеса на абсорбиране на онлайн хазарта. Налице е свръхданъчно бреме, от което *едновременно* страдат организатори, които желаят да са легитимни, но не и да плащат високи данъци, потребители, търсещи по-голям избор на забавления, както и приходите на държавата.

Данъкът върху brutната печалба стимулира предлагането да увеличи коефициента на изплащане на печалби/награди. Това намалява коефициента на задържане, което раздвижва ценовата конкуренция между организаторите. Създава се клиентска база, благоприятстваща постъпленията на фирмите за хазарт от разстояние. По този начин делът на данъка върху brutните печалби в оборота на онлайн организатора намалява и се понася

по-леко. Наред с абсорбирането на пазара, „като се фокусира върху маржовете, този данък увеличава потенциала на хазартната индустрия да се справя с промените в технологиите (...) и да се конкурира (...) в международен план” (Vaughan-Williams 2004).

В условия на данъчна фрагментираност при онлайн хазарта противостоят *два принципа на данъчно облагане със статут на постулати*. Първият касае *неутралността*, като сравнителният анализ показва, че все повече страни членки на ЕС се ориентират да облагат *брутните печалби* на онлайн операторите с *една и съща ставка*. Такава е практиката в Белгия, Великобритания, Гърция, Дания, Испания, Италия, като се negliжира *голямото разнообразие от продукти* в обхвата на онлайн хазарта (Gambling Compliance 2015: 1-7).

Този данъчен дизайн противоречи на *принципа на ефективност*, в основата на който е *правилото на Рамзи*. То изисква данъчните ставки да се подберат така, че да предизвикат еднакво процентно/относително намаление в търсенето на различните обложени продукти. Така продукцията с по-висока ценова еластичност на търсене следва да се облага с по-ниски ставки и обратно (Ramsey 1927: 47-61). Доколкото този пазарен параметър варира за различните потребители и видове виртуални игри на случайността, дотолкова според Рамзи ставките следва да са *различни, а не еднакви*.

Тъй като хазартът от разстояние е сравнително нов феномен, оценките на ценовата еластичност на търсене на различните продукти, попадащи в обхвата му, все още са спорадични. Те се отнасят най-вече за Великобритания. През 2014 г. там е реализирана брутна печалба от *онлайн спортни залози* в размер на €1 658,7 млн., което нарежда страната след Япония и Хонг Конг по този показател (Henwood 2015: 90-91).

Въз основа на иконометрични тестове ценовата еластичност на спортните залагания онлайн е приета да бъде (-0,5), докато на онлайн бинго и игрите във виртуално казино тя се оценява на (-1,50) (Frontier Economics 2014: 51-59). От 01.12.2014 г. Великобритания прилага данък върху brutните печалби на *различните* онлайн хазартни игри при *единна* ставка от 15%. Последната е в духа на неутралността, но в разрез с ефективността. Съгласно цитираните иконометрични оценки ставката за бинго и игри в онлайн казина във Великобритания следва да е три пъти по-ниска, т.е. 5%, а не 15%.

Изводът от цитираните факти е, че единната ставка на данъка не може да се оцени еднозначно. Ако е прекалено висока, ще се дискриминират едни за сметка на други онлайн развлечения и правилото на Рамзи ще се компрометира. Наред с това, оскъдните изследвания на ценовата еластичност все още *не диференцират между различните клиенти* на онлайн хазарта. Сред тях има проблемни и дори патологични „комарджии“, за които цената определено няма значение.

Наред със специфичната интерпретация на фундаментални пазарни променливи и аксиоматични правила на данъчното облагане, хазартната индустрия е на път да „разбие“ и още един постулат. Той касае релацията „рентабилност – ефективност“ на облагане с адвалорен и специфичен данък. В теорията по публични финанси се счита, че двата данъка могат да съберат *едни и същи държавни приходи*, но при *различно свръхданъчно бремене*. То е по-тежко при специфичния данък, т.е. той е по-неефективен поради по-високата данъчна ставка (Манлиев, Петков и кол. 1998: 502-504). При хазарта равностоеен на специфичния е налогът върху оборотите от залози на операторите. Дали и в контекста на игрите на случайността той

ще е все така неефективен при една и съща рентабилност? Ще се опитаме да отговорим на базата на опростен пример. Нека приходът от залог на организатор е 100 лв., коефициентът на изплащане на печалби е 64%⁶, а ставката на специфичния данък е 15%. За да се гарантира един и същ приход за фиска – примерно 15 лв. – и от двата данъка, то ставката на адвалорния данък следва да е над 40%, докато на продуктивния е едва 15%! В този случай последният ще генерира по-ниско свръхданъчно бреме, защото то е пропорционално на квадрата на данъчната ставка (Rosen 1991: 327-328). Този резултат опровергава теорията в контекста на хазарта. В този бизнес адвалорният данък се оказва по-неефективен от специфичния.

Нашата страна прилага 20% - на ставка на адвалорния данък, което по-скоро е резултат от европейския пример, а не толкова от съблюдаване на теоретичните изисквания за намаляване на свръхданъчното бреме. Все пак България не е подходяща за емпирична проверка на последното изискване, тъй като от началото на 2014 г. у нас облагането е прекалено фрагментирано. Това означава *едновременно* прилагане на няколко данъчни и данъкоподобни форми в рамките на хазарта от разстояние.

3. Опитът на България: когато изпълнението на закон създава, а не решава проблеми

България интегрира хазартните игри от разстояние в данъчната си система от 1.07.2012 г. До края на 2013 г. държавата у нас облага всички организатори на хазартни игри *неутрално* - с

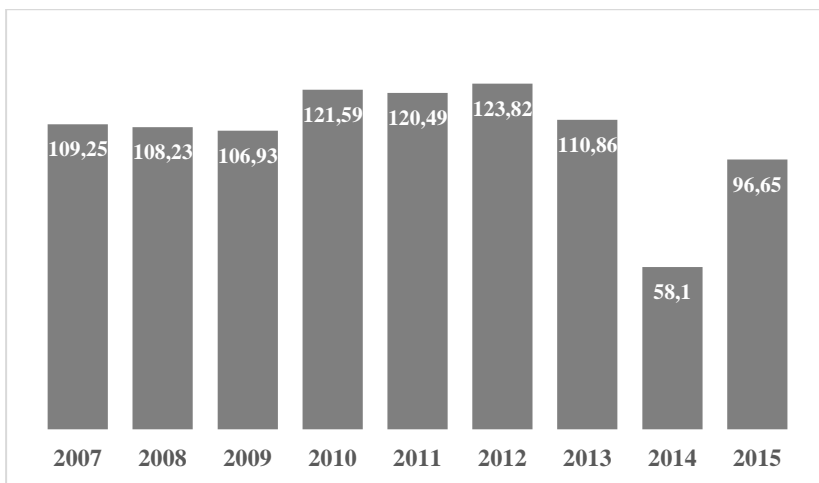
⁶ Този коефициент е близък до реалността у нас. Еврофутбол ООД декларира в годишните си отчети коефициент на изплащане 63,8% от приходите от залози. Вж. подр. в Търговския регистър, www.brra.bg.

алтернативен данък на корпоративния. Той е пропорционален на приходите от залози при 15% ставка (ЗКПО 2013: чл. 219-247). Съгласно интерпретацията, направена по-напред, той е равностоеен на данък върху продуктова/физическа единица.

Независимо неутралността и предвидимостта, организаторите на хазартни игри с лиценз от регулатора у нас - Държавната комисия по хазарта (ДКХ) - са отрицателно настроени към налога. В анкета от 2012 г. 60% от тях са на мнение, че алтернативното облагане възпрепятства развитието им в България, а други 15% настояват да се намали данъчната основа (Българска търговска асоциация на производителите и организаторите от игралната индустрия⁷ 2013). Недоволството им заедно с нарастващите обороти на онлайн хазарта, които остават необложени, водят до промени на законодателството.

Въвеждат се *такси с данъчен характер* по чл. 30(3) и чл. 30 (4) на закона за хазарта. Организаторите на *традиционни хазартни игри* плащат 15% върху приходите от залози, което напълно копира алтернативния данък, докато при *игрите от разстояние* – се дължи еднократна такса за лицензиране в размер на 100 000 лв. за всеки вид игра. В допълнение текущо се плаща и *такса с плаващ компонент*. Той е 20% от *разликата на приходите от залози и изплатените печалби на участниците*. Така за хазарта от разстояние *данъчната основа се намалява и е брутната печалба* на организаторите. Компании, непоемащи риск, присъщ за събитието върху изхода на което се залага, формират данъчна основа в размер на таксите за участие и комисионите от съответната игра при 20%-на ставка (Закон за хазарта, чл. 30, ал. 4).

⁷ БТАПОИИ.



Фигура 2. Динамика на данъчните и данъкоподобните постъпления от хазартни игри у нас, 2007 – 2015 г., млн. лв.⁸

На фиг. 2 за 2014 г. – първата година от прилагане на новото законодателство, се виждат необичайно ниските приходи от 2007 г. насам. Защо е така? Първо, България изоставя неутралността – месечно онлайн *хазартът* се облага по-леко от традиционния. *Диференцирането* на данъкоподобната такса обаче не трябва да зависи от *начина на организация* на хазартната игра. Второ, поради законодателен пропуск от обхвата на таксата по чл. 30 (3) на закона за хазарта през 2014 г. се изключват традиционната, моментната лотарии, игрите бинго и кено. За да се компенсира пропускът, организаторите на цитираните хазартни игри е решено да внесат за 2014 г. корпоративен налог (Експерт счетоводител 2015). Предвид по-тясната данъчна основа и по-ниската ставка (10%), той представлява данъчно облекчение,

⁸ Източник: НСИ, (ДКХ 2015: 5).

респ. държавна помощ за тях. Точно тези ли компании се нуждаят от държавна помощ?

Фиг. 2 добре визуализира сътресението за пазара и държавата, причинено от промяната в дългогодишната организация на данъка върху хазарта. Оказва се, че постъпленията са по-високи и устойчиви по време на криза, когато онлайн хазартът все още е *извън* „радара“ на данъчната администрация у нас. Какъв е *парадоксът* – вместо по-лекото облагане да катализира процеса на абсорбиране на пазара и ръста на данъчни приходи, броят лицензирани онлайн оператори стагнира. За близо две години и половина (януари 2014 – май 2016 г.) това са четиринадесет интернет сайта на осем фирми (ДКХ 2016: 1).

Тук изглежда подходящ паралелът с Дания, която дава статут „данъчен субект“ на компаниите за онлайн хазарт само половин година преди България (01.01.2012 г.). Налогът там се прилага към същата данъчна основа – брутната печалба на организатор, при същата ставка от 20%. Данъкът се плаща ежеседмично. Сравнението показва, че още с либерализирането на пазара в тази страна 45 оператора получават 63 броя разрешителни да предлагат онлайн хазартни игри (GamblingCompliance 2015: 1-7). Очевидно, държавният регулатор в Дания стартира политика по разбиване на съществувалия до началото на 2012 г. монопол на компанията Danske Spil. Тя вече се конкурира с имена като Bwin, Sportingbet, Ladbrokes, Bet365 и др.

В поредна анкета на БТАПОИИ на въпроса „*Възнамерявате ли да разширите дейността си, като кандидатствате за лиценз за онлайн залагания?*“ 29,63% от участниците отговарят отрицателно, а други 48,15% твърдят, че

на този етап не могат да отговорят (БТАПОИИ 2015: 55). Около 50% от респондентите индикират несигурност, респ. съдържаност относно бизнес средата в България. Циркулират спекулации, че ДКХ умишлено бави лицензирането на нови организатори с оглед затвърждаване пазарните позиции на вече допуснатите. Това е трудно доказуемо. В защита на регулатора обаче може да се приведат някои аргументи. Първо, българският пазар е малък. Дори Германия лимитира новите концесии (спортни залагания) (Englisch 2013: 20-32), а Полша – общия брой казина (Нубка 2015: 23-37). Второ, защитата на потребителя в контекста на широко разпространените информационни технологии изисква повече селективност и възискателност на държавния регулатор спрямо нови компании, дори това да бави лицензирането им у нас.

Константният брой легитимни онлайн организатори съвсем не означава липса или загуба на интерес към българските клиенти. „Черният“ списък на ДКХ съдържа голям брой фирми от Гибралтар, Кюрасао, Холандските Антили, Британските Вирджински острови и пр., които предлагат онлайн хазартни игри без лиценз от българския регулатор (ДКХ 2016: 1-75)⁹. Цитираните локации насочват към юрисдикции - *данъчни оазиси с непрозрачни регулации*. В интерес на *отговорния хазарт* след решение на съда ДКХ задължава доставчиците на обществени електронни услуги да блокират достъпа на играчи от България до нелегитимните организатори.

Независимо че е в интерес на потребителите, по абсурден начин тази мярка може да генерира *стрес* за тях. При блокиране на достъпа се „замразяват“ средства на български клиенти, които

⁹ „Черният“ списък съдържа сайтове, които не просто се отварят у нас, а приемат регистрации и залози от България.

вече са си открили сметка и са натрупали суми по нея. В очите на играчите блокирането изглежда като финансово посегателство, а не защита. Ето защо изобретателни потребители и нелегитимни организатори сами намират и прилагат *технически начини да заобиколят блокирането* посредством прокси сървъри, регистриране на огледални платформи за залагания, браузър, който скрива следите на сърфиращия играч, VPN мрежа, криптираща трафика между отделните хостове в интернет и др.

Заклучение

Време е обществото да се отърси от предубеждението „ (...) за второкласния статут на хазарта (...) и на участниците като клиенти, чието търсене не се отчита напълно при формулирането на публичната политика“ (Eadington 1999). Все повече хора днес се възползват от виртуалната реалност и участват в хазартни игри. Създаването на подходяща среда за легитимиране на милиардните обороти от този бизнес е задача на държавните институции във всяка страна.

У нас режимите на облагане са фрагментирани и диференцират според начина на организация на хазартните игри. В същото време операторите им се конкурират на един и същ пазар, който е ограничен. Ето защо България не може да си позволи занаят да е умалено копие на ЕС, предвид сегашната практика на различни данъци и такси. Ето защо се налага отдавна утвърдените форми и принципи на облагане да се преосмислят и адаптират към виртуалната реалност, платформата, където все повече се „случват“ игрите на случайността. Наред с данъчните изисквания държавният регулатор у нас не трябва да допуска съмнения и спекулации за пристрастност, а да демонстрира еднообразно прилагане на прозрачни практики за селекция в

интерес на потребителите и абсорбирането на пазара на онлайн хазарт.

Използвана литература

1. БТАПОИИ (2013). Игралната индустрия в България през 2012-2013. (http://www.btagi.org/sites/default/files/BULGARIAN%20GAMING%20INDUSTRY_2013.pdf).
2. БТАПОИИ (2015). Игралната индустрия в България през 2014 - 2015 г. анализи, тенденции, перспективи - доклад на БТАПОИИ. (http://www.btagi.org/sites/default/files/BULGARIAN%20GAMING%20INDUSTRY_2015_ВТАМОГИ.pdf).
3. Държавна комисия по хазарта (2015). Годишен доклад за дейността на Държавната комисия по хазарта през 2015 година. (<http://www.dkh.minfin.bg/bg/page/33>).
4. Държавна комисия по хазарта (2016 а). Списък на интернет страници, чрез които се организират хазартни игри от лица, които са получили лиценз по закона за хазарта. (<http://www.dkh.minfin.bg/bg/page/439>)
5. Държавна комисия по хазарта (2016 б). Списък на интернет страници, чрез които се организират хазартни игри от лица, които не са получили лиценз по закона за хазарта. (<http://www.dkh.minfin.bg/bg/page/439>).
6. Експерт счетоводител (2015). Брой 4.
7. Закон за корпоративното подоходно облагане, обн. ДВ, бр. 105 от 22 декември 2006, изм. и доп. ДВ, бр.94 от 30 ноември 2012 г.
8. Закон за хазарта, обн. ДВ, бр. 26 от 30.03.2012 г., в сила от 01.07.2012 г., изм. и доп. ДВ, бр. 105 от 19.12.2014 г., в сила от 01.01.2015 г. (<http://www.dkh.minfin.bg/bg/page/10>).
9. Манлиев, Г., Б. Петков и кол. (1998). Икономика на публичния сектор. Изд. PSSA: София.
10. Calvosa, P. (2013). The Regulated Internet Gambling Industry in Italy: Business Models Compared. //European Scientific Journal, Vol.9, No 22.
11. Court of Justice of the European Union (2009). C – 42/07. Liga Portuguesa de Futebol Profissional and Bwin International.
12. Eadington, W. R. (1999). The Economics of Casino Gambling. // Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No 3.
13. Englisch, J. (2013). Taxation of Online Gambling in Germany. // Gaming Law Review and Economics, Vol. 17, № 1.
14. European Commission (2012). Online gambling in the Internal Market, Commission Staff Working Document. (http://ec.europa.eu/internal_market/gambling/docs/121023_online-gambling-staff-working-paper_en.pdf). 23.10.2012.

15. Financial Times (2013). Greece boosts privatization target hopes with Opap sale. (www.ft.com). 13.08.2013.
16. Forrest, D. (2010). Competition, the price of gambling and the social cost of gambling, European Betting and Gaming Association.
17. GamblingCompliance (2015). Online Gambling in Greece. A Market Study.
(<https://gamblingcompliance.com/sites/gamblingcompliance.com/files/research-reports-attachments/Online%20Gambling%20In%20Greece-%20A%20Market%20Study.pdf>).
18. GamblingCompliance (2016). EU Online Gambling Outlook 2016. (<https://gamblingcompliance.com/eu-online-gambling-outlook-2016>).
19. Glueckspielaufsichtsbehoerden der Laender (2015). Der deutsche Gluecksspielmarkt 2014. Endfassung 22.12.2015. (<https://gluecksspiel.uni-hohenheim.de/markt>).
20. Henwood, D. (2015). The biggest 20 sports betting nations. (http://www.sportbusiness.com/system/files/content-images/sbn8_h2.pdf)
21. Hybka, M. (2015). Casino Taxation in a Normative and Economic Context: the Case of Poland. // Entrepreneurship and Management, vol. XVI, Issue 1.
22. Lycka, M. (2014). Taxation Gambling in Europe – Barrier to Entry into New Markets? // Gaming Law Review and Economics, Vol. 18, № 3.
23. Ramsey, F. (1927). A Contribution to the Theory of Taxation.// The Economic Journal, Vol. 37, Issue 145.
24. Rosen, H. (1992). Public Finance. Homewood, Boston: IRWIN.
25. PricewaterhouseCoopers (2011). Taxation and online sports betting in Germany.
(<https://gamblingcompliance.com/files/PwC%20Report%20German%20betting%20tax%202011.pdf>).
26. PricewaterhouseCoopers (2014). Online betting and gaming regulation 2014. (https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/140204-171536-AM-UK_online-gaming_v3_Final-version.pdf).
27. Stocks, T. (2015). Red Roses and Slain Dragons.
(<https://www.kpmg.com/GI/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Events/eSummit-2015/Documents/Tim-Stocks.pdf>).
28. Vaughan-Williams, L. (2004). Base Case Study. A report for the European Betting Association. December 2004.
29. www.brra.bg
30. www.dkh.minfin.bg
31. www.nsi.bg

ПРИХОДЕН ПОТЕНЦИАЛ НА ДАНЪЦИТЕ ВЪРХУ СОБСТВЕНОСТТА

ас. Татяна Джунинска
Икономически университет – Варна

Резюме: *Данъците върху собствеността са елемент от данъчна система на всяка страна. Процесите на децентрализация на публичния сектор поставят акцент върху ефективност при предлагането на публичните блага. От тази позиция, автономността в разходните отговорности на местните власти предполага еквивалентност в приходната обезпеченост. Структурата, дизайнът и контролът върху имущественото облагане може да се определи като критичен елемент при изграждането на децентрализиран публичен сектор, рефлектиращ позитивно върху производството и доставката на публичните блага.*

Данъците върху собствеността са елемент от данъчна система на всяка страна. Теоретичният фундамент и практическата интерпретация на имущественото облагане очертават важността на фискалните и нефискалните му измерения. Процесите на децентрализация на публичния сектор поставят акцент върху ефективност при предлагането на публичните блага. От тази позиция, автономността в разходните отговорности на местните власти предполага еквивалентност в приходната обезпеченост. Това налага разширяване компетенциите на местните правителства при облагането на собствеността, като основен данъчен източник на финансови ресурси за техните бюджети. Структурата, дизайнът и контролът върху имущественото облагане може да се определи като критичен елемент при изграждането на децентрализиран

публичен сектор, рефлектиращ позитивно върху производството и доставката на публичните блага. Ефективността на финансовата децентрализация обикновено е следствие от адекватното разпределение на компетенциите и финансовите ресурси между централното и местното ниво на публична власт, което я поставя в пряка зависимост от обема и структурата на собствените приходи на териториалните структури¹.

Имуществените данъци генерират значителен обем от данъчните приходи на местните власти в развиващите се страни, но като елемент от общите приходоизточници техният дял се запазва нисък². Обяснение на това може да се намери в начина на администрирането им – ограниченията в обекта на облагане; особеностите в оценяването на имуществото; сравнително ниските данъчни ставки, които често са законово регламентирани от централната власт. Дори и при по-широка автономност на местните правителства, облагането на собствеността се запазва при ниски данъчни нива, което се свързва със слабата политическа воля и високата чувствителност на данъкоплатците.

Въпреки многобройните проблеми, съпътстващи облагането на собствеността, имуществените данъци и в частност данъците върху недвижимите имоти остават основното средство за повишаване на приходната обезпеченост на местно ниво. Потенциалният прираст на акумулираните чрез тях ресурси не следва да се определя като значителен, тъй като еластичността на тази данъци е ниска, а свързаните с тях административни разходи

¹Вж. Найденов, Л. Данъчна автономност на местните власти – теоретични аргументи и национална практика, Стено, Варна, 2012

² Вж. Bird, R and Enid Slack, Taxing Land and Property in Emerging Economies: Raising Revenue...and More?, 2006, <https://www.researchgate.net/publication/24137671>

често са големи. Независимо от това, реформирането и актуализирането на данъците, облагащи богатството са необходими, особено когато местните власти изпълняват все по-значима роля при разпределение на обществените ресурси.

Данъците върху собствеността доминиращо се интерпретират като „идеален“ местен данък. Техните предимства могат да се представят в няколко основни насоки. Имуществените данъци са подходящи за източник на местни приходи, тъй като реално *обектът на облагане е недвижим* не може да бъде дислоциран в отговор на евентуална промяна на данъчната тежест. Въпреки, че увеличението на данъчното облагане може да се капитализира в стойността на имуществото, в дългосрочен план влиянието от подобно изменение би било много *по-слабо деформиращо поведението на данъкоплатеца* в сравнение с пропорционална промяна в облагане на местното потребление³. Допълнително предимство на имущественото облагане е възможността за *фискална еквивалентност между данъчните платежи и услугите*, финансирани чрез тях, което може да резултира в повишаване ефективността на публичните решения. Данъкоплатците биха подкрепили мерките, увеличаващи тяхната удовлетвореност при потреблението на публичните блага. Ползите, генерирани от по-качествените обществени услуги и данъчните платежи, финансиращи именно тях, влияят върху стойността на притежаваната от данъкоплатеца собственост. Повишава се дисциплинираността и ангажираността на данъчните субекти, тъй като това ще се трансформира в по-висока стойност на имуществото.

³ Ibid

Имуществените данъци са видими и осезаеми. За разлика от данъците върху потреблението или доходите, заплащането, на които остава незабележимо за платеца при получаване или потребяване на дохода, данъците върху собствеността са еднократни и пряко ангажират гражданите при погасяване на задълженията. Съществуващата връзка между местните публични блага и платените имуществени данъци допълнително подчертава осезаемостта им. Данъкоплатците знаят за какво се разходват, събраните от тях средства, което следва да повиши контрола и отчетността на местното управление.

Прозрачността и предвидимостта на обекта на облагане позволяват ефективно администриране на бюджетните ресурси. Допълнително предимство е възможността за постигане на вертикална справедливост при облагането с коментирания налог, тъй като приоритетно притежаването на недвижимата собственост е характерно за по-високо доходните групи. Данъкът върху недвижимите имоти обикновено се определя като един от най-ефективните за местно използване данъци, влияещи слабо върху икономическия растеж и следователно некомпromетиращи централната фискална политика⁴.

Разбира се, представените по-горе аргументи, се основават на редица допускания: непосредствено въздействие на данъците върху стойността на имуществото; пространствена ограниченост на ползите от потреблението на обществените блага, покриваща действителните платци на тези услуги; общински разходни приоритети съответстващи на реалните потребности на

⁴ Вж. Blöchliger, H., Reforming the Tax on Immovable Property: Taking Care Of The Unloved, OECD Economics Department Working Papers No. 1205, Apr. 2015

населението; пределно широка данъчна автономност на местните правителства; мобилност на населението, подчинена предимно на фискални мотиви – най-висока удовлетвореност от потребените услуги и наложените данъчни платежи и политическа отговорност на управлението пред избирателите. Силата и валидността на част от тези предпоставки не е безспорна и може да бъде компрометирана чрез въвеждането, на пример, на диференцирано облагане на имотите, използвани за жилищни и нежилищни нужди.

Не следва да бъдат пренебрегвани и *недостатъците, съпътстващи данъците върху собствеността*. Липсва обвързаност между обекта на облагане и реалния финансов капацитет на платеща на данъка, тъй като притежаването на имущество не предопределя само по себе си наличието на достатъчно доходи. Особена сложност представлява изграждането на адекватна система за оценяване на имуществото, която да минимизира възможността за изкривяване – подценяване или надценяване – стойността на активите и да осигури справедливост и коректност на облагането. В допълнение следва да се посочат значителните административни разходи, съпътстващи промените в оценката на недвижимите имоти при отчитане на текущите пазарни и икономически условия. Друга съществена характеристика на имущественото облагане е относителната нееластичност на данъчната база. Стойността на имуществото се изменя по-бавно при промени в икономическата активност. Данъкът върху недвижимите имоти се характеризира със слаба приходна еластичност, тъй като

приходният му потенциал не нараства пропорционално на темповете на растеж при икономическа експанзия⁵.

Имуществените данъци, администрирани и събирани от местните власти, подкрепят тяхната автономност. В повечето развиващи се страни, данъчната самостоятелност на местните власти е ограничена от централното правителство. Обяснение на това може да се търси в нежеланието за преотстъпване на данъчни платежи от централната към местната власт. Допълнителен аргумент е недоверието в административния капацитет на регионалните правителства да упражняват по-широки данъчни правомощия. Местните власти, често, сами предпочитат централни регулации в имущественото облагане, водени от възможните негативните ефекти върху ефективността на публичния сектор от междуобщинска данъчна конкуренция и страха от провал в приложената политика на имуществен облагане⁶.

Процесът на фискална децентрализация в Република България позиционира общината като орган на местното самоуправление⁷. В структурата на местните приходи се включват данъчни и неданъчни постъпления, които със закон са предвидени изцяло да постъпват в приход на местния бюджет и чиито обхват и източници се контролират от местните власти⁸.

⁵ Вж. Martinez-Vazquez, J., Revenue Assignment in the Practice of Fiscal Decentralization, International Studies Working Paper 07-09, Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University, Atlanta, February 2010

⁶ Вж. Bird, R and Enid Slack, Taxing Land and Property in Emerging Economies: Raising Revenue...and More?, 2006, <https://www.researchgate.net/publication/24137671>

⁷ Вж. Закон за местното самоуправление и местната администрация, чл. 2, ал. 1, Обн. ДВ. бр. 77/17.09.1991 г., изм. и доп. ДВ бр. 53/27.06.2014 г.

⁸ Вж. Владимирова, Т., Л. Найденов, Местни финанси, Стено, Варна, 2011 г., стр. 150

Според последната актуализация на Закона за местните данъци и такси (ЗМДТ)⁹, данъците, които представляват собствен приходоизточник на общините са: данък върху недвижимите имоти; данък върху наследствата; данък върху даренията; данък при възмездно придобиване на имущество; данък върху превозните средства; патентен данък и туристически данък. Това отнежда *приоритетна роля на данъците върху собствеността, като основен приходоизточник на българските общини.*

Значението и приходния потенциал на данъците върху собствеността в българската практика следва да се представи чрез анализ на конкретни данни относно тяхната роля, като приходоизточник на местните бюджети (вж. Таблица 1 и Фигура 1)

Динамиката в изменението на данъчните приходи и в частност на приходите от облагане на собствеността може да се разграничи в три времеви диапазона.

През първия период 2002–2004 г., се отбелязва тенденция към намаляване на данъчните приходи в структурата на общинските бюджети. В края на 2002 г. приходите от данъци са в размер на 1 082,9 млн. лв., което представлява около 72% от собствените приходи на местните власти. Доминиращата роля на данъчните приходоизточници следва да се обясни с по-широкия кръг от данъци, които са в компетенциите на местните власти – освен имуществените данъци, общините формират приходи и от данък върху доходите на физическите лица, данък върху печалбата и акцизи. Към този момент приходите от облагане на собствеността представляват около 15% от общите данъчни

⁹ Вж. Закон за местните данъци и такси, чл. 1, ал. 1, Обн. ДВ. бр. 117/10.12.1997 г., изм. и доп. ДВ бр. 32/22.04.2016 г.

постъпления. Тук е мястото да се отбележи, че само две години по-късно, през 2004 г., се наблюдава значително намаление на данъчните постъпления, тъй като общините започват да акумулират приходи предимно от имуществени данъци – до 98% от общите данъчни приходи.



Фигура 1. Данъчни приходи на местните бюджети за периода 2002 – 2015 год.

Източник: МФ, Доклади за изпълнение на държавния бюджет 2002 – 2015 г.

Вторият период обхваща времето от 2005 до 2008 г. След 2005 г., въпреки отмяната на пътният данък се наблюдава тенденция към нарастване на данъчните приходи, като изменението през 2006 г. спрямо 2004 г. е в посока увеличение със 139,90 млн. лв. или с 62.27%. Ръстът през 2007 г. спрямо 2006 г. е с 40.67%, като приходите достигат 512,81 млн. лв.¹⁰.

¹⁰ Вж. Министерство на финансите, Консолидирана фискална програма и съставните бюджети, информация за изпълнението към 31.12.2014 год.

Значителното нарастване може да се обясни с динамиката на пазара на недвижими имоти и с корекцията в посока увеличение на данъчната основа при имуществените данъци. През 2008 г. се запазва тенденцията от предходните 3 години, но темповете на растеж се забавят. Въпреки, че от 2008 г. общините имат реални правомощия при определяне на размера на местните данъци (в границите, посочени в ЗМДТ), те не се възползват от предоставените им по-широки компетенции. От същата година местните власти започват да акумулират приходи и от патентен данък. През 2009 г. описаната по-горе тенденция към повишаване на общинските приходи, събирани чрез данъчни форми, се променя. *Ясно се очертават негативните ефекти от глобалната криза върху българските общини.* През разглежданата година данъчните приходи са в размер на 539,7 млн. лв., което представлява спад с около 17% спрямо 2008 г. Значението на имуществените данъци в структурата на местните налози остава високо – около 96%

През третия период 2009 – 2015 г. може да се открие тенденция към плавно нарастване на данъчните приходи. Темповете на растеж са по-ниски в сравнение с предходните години и се дължат основно на позитивната посока на изменение на приходите от облагане на имуществото, които осигуряват над 96% от данъчните ресурси. Най-съществено повишение в размера на местните данъчни приходи се наблюдава през 2011 спрямо 2010 г. (с около 13%). Причина за това може да се търси в разширяване обхвата на данъчните приходоизточници - от 2011 г. общините започва да акумулират приходи от туристически данък.

Представените по-горе тенденции в изменението на данъчните приходи намират потвърждение и в анализа на

относителната им роля и значение в структурата на местните бюджети.

Данните, посочени в Таблица 1, представят дела на имуществените данъци в структурата на местните бюджети. За разглеждания период 2002 – 2015 г. делът на данъчните приходи в общия обем на общинските постъпления не поддържа постоянен тренд на изменение. През първите две години, предвид широкия кръг данъци, намиращи се в прерогативите на местната власт, анализирания приходи представляват основен източник на ресурси за общините. Ограничаването на данъчните компетенции на местните власти през следващите години обосновава резкия спад в дела на данъчните приходи. Само за една година, през 2004 г., те се свиват до 27,28% от собствените приходи или едва 9,31% от общите бюджетни средства, вкл. и трансферите. Въпреки, че през следващите години на анализирания период абсолютният размер на постъпленията от местни данъци нараства, значението им за общинските бюджети остава ниско. През 2008 г. делът им от собствените приходи е 36,22%, а от общите приходи е 13,40%. До края на анализирания времеви отрязък ролята на местните данъци, като приходоизточник на общинския бюджет, остава ниска. От друга страна, след 2004 г. по категоричен начин се доказва стратегическото значението на постъпленията от облагане на имуществото при формиране структурата на местните данъци на общините в България. Цитираният факт ясно и категорично аргументира неоползотворената възможност за повишаване на реалната фискална автономност на българските общини по пътя на реформа в облагането на собствеността.

Изключително нисък е делът на приходите от имуществени данъци в БВП на страната. През целия период стойността на

анализирания показател не нахвърля 1% от БВП, като началото приходите от имуществени данъци са под 0,5% от БВП. През 2015 г. техният дял е 0,86%. Това потвърждава направения по-горе извод за нарасналата значимостта на данъците върху собствеността и възможността им да се позиционират като приоритетен приходоизточник за местните бюджети.

Таблица 1

**Относителен дял на имуществените данъци в
структурата на местните бюджети**

Година	Дял на данъчните приходи от собствените приходи	Дял на данъчните приходи от общите местни приходи, вкл. трансферите	Дял на приходите от данъци върху собствеността от общите данъчни приходи	Дял на приходите от данъци върху собствеността от БВП
2002	72,70%	45,88%	14,80%	0,47%
2003	65,63%	42,86%	22,05%	0,56%
2004	27,28%	9,31%	99,97%	0,55%
2005	26,26%	9,45%	97,67%	0,51%
2006	29,67%	10,68%	98,89%	0,67%
2007	30,73%	12,49%	99,59%	0,80%
2008	36,22%	13,40%	96,48%	0,86%
2009	35,47%	11,60%	95,80%	0,71%
2010	35,69%	11,37%	96,39%	0,71%
2011	36,95%	13,03%	97,09%	0,75%
2012	37,93%	12,11%	97,53%	0,77%
2013	37,95%	10,65%	97,89%	0,82%
2014	38,37%	14,46%	96,70%	0,83%
2015	38,92%	10,93%	98,40%	0,86%

*Източник: МФ, Доклади за изпълнение на държавния бюджет.
Изчисления на автора.*

Представеният по-горе теоретичен и през призмата на българската практика анализ обосновава важността на данъците върху собствеността. През изследвания период (2002 – 2015 г.) приходите, акумулирани чрез анализирани данъци нарастват над 4 пъти, което доказва възможността им да се наложат като водещ източник на ресурси за местните власти. Това извежда на преден план, необходимостта от допълнителни действия и реформи. В тази връзка е препоръчително разработването на специфичен дизайн на имуществените данъци, с акцент върху разширяване на местните правомощия при въвеждането на нови налози; определянето на облагаемата основа; структурата на ставките и администрирането на данъчните задължения.

Повишаването на приходния потенциал на данъците върху собствеността от гледна точка *разширяване правомощията на местните власти за въвеждането на нови налози* може намери аргументация в обстоятелството, че регионалните правителства разполагат с по-точна информация за подходяща база за облагане. Разбира се, подобно твърдение следва да се коментира критично, тъй като по-широките правомощия на местните власти в този аспект могат да компрометират правителствената фискална политика или да резултират в икономическа неефективност¹¹.

В българската практика, общините са напълно ограничени при въвеждането на нови налози, независимо от обекта на

¹¹ Вж. Найденов, Л. Данъчна автономност на местните власти – теоретични аргументи и национална практика, Стено, Варна, 2012

облагане, което ограничава възможността им да разширят, прилаганите от тях имуществени данъци. Независимо от посочените по-горе негативните, съпътстващи автономността при включване на нови данъчни източници, е препоръчително разширяване обхвата на данъците върху собствеността чрез въвеждането на такъв върху земеделските земи. Този данък е лесен за администриране. Немобилността на данъчната база ограничава възможността за износ на данъчна тежест. Цитираният налог косвено способства за изравняване на фискалните позиции на регионите, защото преобладаващата част от приходите ще постъпва в бюджетите на селскостопански (по презумпция - бедни) общини¹².

Разширяването на автономността на местните власти при определяне данъчната основа на имущественото облагане следва да бъде разглеждано в две посоки. От една страна, общините са публичната власт, намираща се близо до обекта на облагане и от тази позиция мога да определят критерии, осигуряващи адекватно оценяване на собствеността, което да повиши приходите, събирани чрез нейното облагане. От друга страна тези пределно широки правомощия, подкрепени от недостатъчен административен капацитет могат да доведат до негативни резултати и неефективност. Възможностите за влияние на местните власти върху структурата на данъчната основа основно се свързва с определяне на преференциите, отстъпките и облекченията при облагане на собствеността. Дори и тук, положителният резултат, свързан с разширяването на приходния потенциал на имущественото облагане е компрометиран до

¹² Вж. Министерски съвет, Портал за децентрализация, Преструктуриране на данъчната система и създаване на възможност за развитие на съвременна система от местни данъци чрез преразпределение на данъчната тежест, 2007

известна степен от рисковете, съпътстващи по-широките общински правомощия. Основни негативи, които могат да бъдат очертани са: усложняване и утежняване на данъчната система; нарушаване хармонизацията на облагане; затрудняване на администрирането и др.

В момента, общините в България разполагат с значително ограничени правомощия по отношение базата на облагане с имуществени данъци. Законодателно са регламентирани методите за оценяване на различните активи от масата на богатството¹³, като и различните преференции, облекчения и намаления, съпътстващи данъците върху собствеността. Местните власти в страната могат, до известна степен, да влияят единствено при определяне базата на данъка върху недвижимите имоти, тъй като елемент на нейното изчисляване е зоната от населеното място, в която попада съответния имот, а това зонирането на юрисдикциите е в приоритетите на общинските съвети. Предоставянето на по-големи общински правомощия за определяне на базата на местните данъци не е рационално. Използването им от общините, първо е спорно, доколкото нямат съответен капацитет и достоверна база данни и второ, би довело до прекалено усложняване на все още неукрепналата и нагаждаща се към потребностите данъчна система¹⁴. Успоредно с това, разширяването на местните правомощия при намаляване или освобождават определени групи население от плащането на

¹³ Вж. Закон за местните данъци и такси, чл. 33, ал. 1, Обн. ДВ. бр. 117/10.12.1997 г., изм. и доп. ДВ бр. 32/22.04.2016 г.

¹⁴ Вж. Министерски съвет, Портал за децентрализация, Реструктуриране на данъчната система и създаване на възможност за развитие на съвременна система от местни данъци чрез преразпределение на данъчната тежест, 2007

местни данъци, позволява да провеждането на определена местна социална политика.

Определянето на данъчните ставки при облагане на имуществото е широко коментиран проблем в теорията на фискалния федерализъм. Ефективността на фискалните решения, вземани на местно ниво, се опосредства от връзката между разходната автономност и адекватната приходна обезпеченост. Реалната възможност за определяне на данъчните ставки от общините увеличава тяхната фискална и политическа отговорност, което от своя страна може да резултира в повишаване качеството публичните услуги и осигуряването на икономически растеж в дългосрочен период¹⁵. Друг аргумент подкрепящ по-широките автономност на местните власти по отношение данъчните размери е високата чувствителност на икономическите субекти към тяхното изменение, отколкото към промяна в данъчната основа. Изменението в данъчната ставка би повлияло по-силно върху общинските приходи, отколкото динамиката в данъчната база. Административният капацитет на местните власти позволява безпроблемното приложение на по-широката данъчна автономност при изчерпване приходния потенциал на имущественото облагане. Негативите, съпътстващи предоставянето на данъчните ставки в отговорност на местните власти, се свързват най-вече с рисковете на междурегионалната данъчна конкуренция, които могат да бъдат минимизирани чрез изграждането на адекватна система за мониторинг и контрол от страна на централната власт.

¹⁵ Вж. Bird, R and Enid Slack, Taxing Land and Property in Emerging Economies: Raising Revenue...and More?, 2006, <https://www.researchgate.net/publication/24137671>

В България, разширяването на правомощията на местните власти при определяне на данъчните ставки се свързва с промените в Конституцията на страната през 2007 г., които осигурява правото за общинските съвети да определят размера на имуществените данъци в границите, регламентирани в ЗМДТ. Това може да се коментира като значима промяна в процеса на фискална децентрализация в страна, още повече имайки предвид изключително слабата приходна самостоятелност на общините. Реално, от по-широките си правомощия, местните власти имат възможност да се възползват от 2008 година, когато влиза в сила нов ЗМДТ, който не постановява точна данъчна ставка, а определя горна и долна граница на данъчните размери. Практиката от последващите години доказва, че общинските власти не предприемат значителни промени в практиката на данъчно облагане в рамките на своите компетенции.

Представените по-горе особености на данъците върху собствеността, поставят на преден план въпроса за *децентрализирано администриране на приходите*, събирани чрез тези налози. По-слабият кадрови капацитет и техническа обезпеченост на регионалните властови структури, ниската събираемост на данъчните приходите и неефективността на мерки за принудително изпълнение, както и затрудненията при актуализиране оценяването на имуществото, налагат заключението, че администрирането на имуществените данъци следва да остане в приоритет на централното правителство¹⁶. Подобно мнение не следва да бъде пренебрегнато, тъй като има много аргументи, доказващи неговата съдържателност –

¹⁶ Вж. Bird, R and Enid Slack, Taxing Land and Property in Emerging Economies: Raising Revenue...and More?, 2006, <https://www.researchgate.net/publication/24137671>

повишаване на административната ефективност чрез реализиране на икономии от мащаба и възможността за използването на единна база данни; по-висока разходна ефективност от гледна точка високата специализация и компетенции на служителите и други.

Преимствата на централизираната данъчна администрация не са безспорни. Децентрализираното администриране на имуществените данъци може да повиши ефективността при събирането приходите, тъй като те могат да бъдат обвързани с други платежи към регионалните власти. Местната администрация, намирайки се в близост до население, може да обхване по-пълно подлежащата на облагане собственост. Допълнително предимство на децентрализирания подход е възможността за по-бърз и непосредствен контакт с представители на приходните служби. Наличието на местна данъчна администрация, съпътстваща пределната автономност на местните власти, осигурява предпоставки за повече прозрачност в действията на публичната власт, което може да повиши политическата отговорност и отчетност. Децентрализираният дизайн на данъчната администрация дава възможност за пряк достъп до информация за данъкоплатците и контрол върху приходните потоци. На тази основа се подобрява мениджмънтът на разполагаемите средства, повишава се адекватността и реалистичността на прогнозите относно динамиката на бъдещите данъчни постъпления.

В контраст с ниската автономност на местните власти по отношение определянето на данъчните елементи, администрирането на имуществените данъци в България се осъществява децентрализирано. Общините са самостоятелни при изготвянето и приемането на своите бюджети. Те сами планират

своите данъчни приходи. От 2006 г. в страната функционират общински данъчни служби, които отговарят за определяне, изчисляване и събиране (доброволно или принудително) на приходите от облагане на собствеността.

От гледна точка българската практика, конкретните мерки за повишаване приходния потенциал на данъците върху собствеността могат да се обобщят в следното:

- разширяване обхвата на данъците върху собствеността чрез въвеждането на такъв върху земеделските земи;
- нарастване на данъчните размери;
- повишаване на самостоятелността на общините при определяне на ставките на местните данъци, чрез конституционна реформа и премахване на законодателно наложените лимити;
- разширяване правомощията на общините при определяне на данъчните преференции, чрез промяна в методиката за определяне на данъчните облекчения¹⁷;
- прецизиране на методиката за определяне на данъчната основа и редовното ѝ актуализиране съобразно пазарните условия в страната.

Използвана литература:

1. Найденов, Л. Данъчна автономност на местните власти – теоретични аргументи и национална практика, Стено, Варна, 2012
2. Владимирова, Т., Л. Найденов, Местни финанси, Стено, Варна, 2011 г., стр. 150

¹⁷ Действащата Конституция на Р. България налага ограничение върху възможността общините да определят данъчните преференции. Промяна в този аспект на данъчното облагане е възможна единствено след промяна в основния закон на страната. Вж. Конституция на Република България, чл. 60, ал. 2, Обн., ДВ, бр. 56 от 13.07.1991 г., изм. и доп., ДВ. бр. 12/ 6.02.2007 г.

3. Blöchliger, H., Reforming the Tax on Immovable Property: Taking Care Of The Unloved, OECD Economics Department Working Papers No. 1205, Apr. 2015
4. Bird, R and Enid Slack, Taxing Land and Property in Emerging Economies: Raising Revenue...and More?, 2006, <https://www.researchgate.net/publication/24137671>
5. Martinez-Vazquez, J., Revenue Assignment in the Practice of Fiscal Decentralization, International Studies Working Paper 07-09, Andrew Young School of Policy Studies, Georgia State University, Atlanta, February 2010
6. Конституция на Република България, чл. 60, ал. 2, Обн., ДВ, бр. 56 от 13.07.1991 г., изм. и доп., ДВ. бр. 12/ 6.02.2007 г.
7. Закон за местните данъци и такси, чл. 33, ал. 1, Обн. ДВ. бр. 117/10.12.1997 г., изм. и доп. ДВ бр. 32/22.04.2016 г
8. Закон за местното самоуправление и местната администрация, чл. 2, ал. 1, Обн. ДВ. бр. 77/17.09.1991 г., изм. и доп. ДВ бр. 53/27.06.2014 г.
9. Министерски съвет, Портал за децентрализация, Преструктуриране на данъчната система и създаване на възможност за развитие на съвременна система от местни данъци чрез преразпределение на данъчната тежест, 2007, <http://www.self.government.bg/>
10. Министерство на финансите, Консолидирана фискална програма и съставните бюджети, <http://www.minfin.bg/bg/page/383>

ИНОВАЦИИТЕ В БАНКИРАНЕТО – МИНАЛО И НАСТОЯЩЕ

Докт. Йорданка Пейчева
Икономически университет – Варна

Резюме: *В генезиса на иновациите е заложена дилемата относно произхода на новаторството, дали то е отражение и следва тенденциите на околната действителност или е причина за промяната ѝ. Ерата на дигитализацията неминуемо засяга всяка област на общественения ред, всяка индустрия, всяка голяма или по-малка организация. Различните видове иновации изискват различни стратегически подходи. Характерната за банките иновационна инертност предопределя сравнително ниското ниво на приемственост на нововъведения в сектора, но заобикалящата ги реалност поставя кредитните институции в позиция на адаптация към „новото“ и непрекъснат стремеж към покачване нивото на иновационния потенциал. „Технологичният бум“ провокира кредитните институции да внедряват все по-разнообразни иновационни решения, с което да удовлетворяват в максимална степен клиентските потребности и очаквания.*

Увод

Необходимостта от нововъведения става все по-осезаема през последните години. Дори засегналата ни неотдавна световна икономическа криза не остава в сянка иновирането и стремежът на мениджърите към растеж. Очакванията падат върху технологиите като основен драйвер на иновациите. Проучване, проведено от PwC през 2011 г. установява, че 80 на сто от

изпълнителните директори смятат иновационните устройства за дългосрочно средство, създаващо конкурентни предимства¹. Близко 70 на сто от главните изпълнителни директори, в проучването, са инвестирали в ИТ, за да се намали разходния натиск и да станат по-ефективни, 54 процента също насочват средства към инициативи за растеж, използвайки нови технологии, като например мобилни устройства и социални медии. Въпреки това фокусът на фирмите към информационните и телекомуникационни технологии не бива да се смята за единствен гарант за успеха им. Иновационните инициативи трябва да импонират на бизнес стратегията и целите на компаниите. От изключителна важност е да се определи посоката на развитие на организацията и желаното ѝ позициониране на пазара. Визията за нейната посока на развитие ще определи типовете иновации, които биха били подходящи за бъдещата промяна.

Целта на доклада е въз основа на ретроспективен преглед на иновационната идея да се очертаят някои ключови аспекти на възможностите за иновации в съвременното търговско банкиране. Поради ограничения обем в доклада не са застъпени важни въпроси, свързани с фазите на генериране на иновационната идея в банковото дело, приноса на иновациите за придобиване на конкурентни предимства и реализиране на добавена стойност.

¹ PwC, 2011. 14th Annual Global CEO Survey - Growth reimagined Prospects in emerging markets drive CEO confidence (www.pwc.com/ceosurvey).

1. Генезисът на иновационната идея

Темата за иновирването и ролята на иновациите вълнува човешкото познание от най-дълбока древност. Иновационната идея заляга в трудовете на много автори. Една от най-ранните трактовки на иновацията прави австрийският икономист и политолог Йозеф Шумпетер. Той ѝ възлага централната роля в своята икономическа теория² и я титулува за главен „виновник“ за икономическото развитие и растеж. Според Шумпетер основните драйвери на промяната и истинските движещи сили на икономиката са т. нар радикални иновации. Радикалните иновации не са ежегоден процес, не са рутинна дейност за една организация. Те се провеждат периодично и оставят своя белег във времето. Такива например са: самолетът, парната машина, АТМ-машините, Т-моделът на Ford, персоналните компютри на IBM, Apple и тяхната iPod линия и редица други революционни нововъведения променили света. Ползата от въвеждането на подобен тип иновации не са свежда само до подобряване и улесняване на живота на човек, чрез тях се оказва влияние върху макроикономическите фактори, в частност намаляване на безработицата чрез създаване на много нови работни места в различните сфери на производството, дистрибуцията, продажбите и т.н.

Съвременният доайен на иновационната идея и приносът ѝ за развитието и успеха на бизнеса, професорът от Харвард - Клейтън Кристенсен³, по подобие на предшественика си Йозеф

² Schumpeter, J.A., [1912]. *The Theory of Economic Development*. Leipzig: Duncker and Humblot. Translated by R. Opie. Cambridge: Harvard University Press, 1934. Reprint. New York: Oxford University Press, 1961.

³ Christensen, Cl., *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Harvard Business Review Press, 1997.

Шумпетер, също отрежда главна роля на радикалните иновации, които в неговите трудове стават по-популярни като разрушителни такива. Чрез тях се създават нови продукт, предизвикващи ново търсене на нови, несъществуващи до тогава пазари. Разрушителните иновации изменят радикално установените пазарни взаимоотношения и са повод за създаване на нови такива. Те се различават изключително от т. нар. подкрепящи иновации и по своята честота на проявление и широк социален отзвук.

По-фрагментиран и задълбочен анализ на видовете иновации правят Хендерсън и Кларк⁴. Аналитичната рамка в труда им осигурява типология, позволяваща анализ на т. нар. по-скромни нововъведения, чието въздействие по отношение както на конкуренцията така и на пазара не бива да се омаловажава. Въпреки, че тази класификация е фокусирана предимно върху продуктовете иновации тя би могла да бъде приложена, както за обслужващите така и за процесните такива. В сърцевината на своя труд Хендерсън и Кларк залагат идеята за продуктите като системи, изградени от различни компоненти, които си взаимодействат помежду си за осъществяването на дадена функция. Използвайки своята теория за изграждането на продукта и неговото функциониране двамата учени разграничават четири категории иновации – инкрементални, модулни, архитектурни и радикални.

⁴ Henderson R., Clark K. Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms, Administrative Science Quarterly is currently published by Johnson Graduate School of Management, Cornell University, 1990.

Инкрементални иновации	Модулни иновации
Архитектурни иновации	Радикални иновации

Фигура 1. Матрица на видовете иновации според Хендерсон и Кларк

Източник: Henderson R., Clark K. Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms, Administrative Science Quarterly is currently published by Johnson Graduate School of Management, Cornell University, 1990.

Инкременталните иновации са най-често срещаните, чрез тях се усъвършенстват и подобряват съществуващия продукт чрез подобряване на компонентите от които е изграден. Важно е уточнението, че това са подобрения не коренни промени. Кристенсен определя инкременталната иновация като „промяна, която се основава на опита на фирмата в технологията на компонентите в рамките на установена архитектура” (Christensen 1997).

Радикалните иновации са много повече от подобрения на съществуващите проекти. Този вид иновация призовават за един изцяло нов дизайн, идеалния случай чрез използване на нови компонентни конфигурации по нов начин. Според Хендерсън и Кларк инкременталните и радикалните иновации се намират в двата противоположни края на матрицата. "Радикална иновация установява нов доминиращ дизайн, а оттам и нов набор на

дизайнерски концепции, заложи в компоненти, които са свързани заедно в нова архитектура." (Henderson, Clark 1990).

Използването на нови или различни компоненти е ключова характеристика на модулните иновации, особено ако новите компоненти обхващат нова технология. Нова технология може да е трансформиране на начина, по който един или повече компоненти в рамките на цялата система работи, но системата и нейната конфигурация и архитектура остават непроменени. От гледна точка на Хендерсън и Кларк, модулни иновациите се позиционират в горния десен квадрант.

С архитектурните иновации, компонентите и свързания с тях дизайн остават непроменени, но конфигурацията на системата се променя като се образуват нови връзки. Както Хендерсън и Кларк посочват „Същността на архитектурен иновации е реструктурирането на създадената система да се свърже заедно със съществуващите компоненти по нов начин. „ (Henderson, Clark 1990).

2. Иновациите в банкирането – реалност и необходимост

Вроденият консерватизъм на банките ги прави институции инертни по отношение на иновациите. Традициите в кредитните институции, тесните лихвени маржове, както и високата степен на регулиране обуславят по-ниската степен на приемственост на банките спрямо внедряването и инвестирането в нововъведения. Предизвикателствата на околната среда, нейната комплексност и динамика, обострящата се конкуренция и технологизацията налагат все по-осезаемата необходимост от промяна. За да бъдат устойчиви и конкурентоспособни, в динамиката на финансовите пазари, банките следва да преразгледат собствените си правила и догми и да приемат предизвикателствата на промяната.

За едно от първите, революционни нововъведения в банковото дело несъмнено се смята банкоматът. Идеята за механично устройство, позволяващо извършването на банкови операции без участието на касиер, възниква още през 1939 година. Именно тогава американският изобретател от арменски произход Лутър Джордж Симиян конструира апарат с названието Bankograph, който Citibank приема да внедри. Функциите на Bankograph-а несъмнено се различават от съвременните АТМ-устройства. Липсата на банковите карти по онова време, разбира се, ограничава работата на банкомата. Чрез създадената от Симиян машина на клиентите се дава възможността за внасяне на налични пари по сметка, както и за заплащането на суми по квитанция. Въпреки оригиналността и прогресивността на идеята за Bankograph, машината не се радва на особен интерес от страна на клиентите и след 6 месеца Citibank прекратява експеримента и Bankograph-а остава в историята.

Въпреки провала на първия банкомат, поради липса на доверие от страна на клиентите, АТМ-устройствата успяват да се наложат като неизменна част от банковото обслужване в съвременния свят. Проследявайки развитието на идеята на подобен род машина ни отвежда в 1967 година⁵. Тогава е въведен първият по рода си апарат за теглене налични пари в замяна на хартиени ваучери предоставяни предварително от касиера на банката.

Развитието на технологията и нарастващите клиентски потребности налагат доусъвършенстване и промяна в начина на функциониране на паричния апарат от 1967 г. Познатият ни днес

⁵ Паричната машина била проектирана от Джон Шепърд Барон през 1967г. и бива монтирана в в Barclays Bank .

банкомат, с идентично устройство и функции бива въведен през 1972 г. Еволюцията и доусъвършенстването на тази машина продължава и до днес. Тя непрекъснато търпи промени и модификации адекватни на етапа на развитие, дигитализация и промяна на клиентските очаквания и потребности.

Съвременен пример и еманация за иновация в сферата на плащанията е т.нар банкомобил, проектиран и въведен от полската Idea Bank⁶. Иновационният банкомат представлява многофункционален мобилен АТМ с възможност за възползване и от депозитни услуги помещаващ се в електрически автомобил, управляван от обучени служители на банката. На клиентите е предоставена възможността да проследят най-близкото превозното средство чрез специално предназначено мобилно приложение. Вграденото в реално време приложение позволява на потребителите да открият възможно най-близко движещият се банкомобил или да се възползват от опцията за резервацията му в удобно за тях време и място. В превозното средство, те са в състояние да теглят парични средства от персоналните си сметки или да осъществяват влогови операции. Всички извършени операции синхронизират с техните сметки в рамките на няколко минути и се извършват напълно безплатно. Функциите на банкомобила кореспондират с нарастващите нужди на клиентите за мобилни решения, които са удобни и лесно достъпни. Чрез тази своя нова услуга Idea Bank не само обогатява гамата на своите услуги, но и дава възможност на клиентите възползвали се от тази иновация в сферата на плащанията да подобрят шансовете си за получаване на заем.

⁶ За тази своя нова услуга BAI Global Banking Innovation Awards присъжда на Idea Bank наградата за най-иновативна банка в сферата на плащанията за 2015 година. (<https://www.bai.org/globalinnovations/awards/2015-winners>)

Безспорно провокацията на нарасналото ниво на дигитализация и технологизация налагат промени и в традиционните дистрибуционни канали. Стационарният филиал вече не е способен да задоволява в пълна степен все по-нарастващите клиентски очаквания. Необходимостта за иновиране е осезаема и много банки започват да обмислят варианти за промяна и адаптиране на филиалната мрежа с технологичния прогрес. Проявата на т. нар. „филиали на бъдещето” е отговор на дигиталния „глад” на банковите клиенти. Чрез тази нова визия и функционалност на традиционния клон кредитните институции максимизират удовлетвореността на своята клиентела.

В отговор на потребността на младите, технически грамотни потребители и за да усъвършенстват своите предложения в Omni-каналното предлагане, Банката на Източна Азия, Limited (BEA)⁷ стартира изключително гъвкав и мобилен дигитализиран клон. Дигитализираният клон заема само половината от застроената площ падаща се на традиционния филиал. Филиалът съдържа много по-малък по площ бек-офиси и изисква по-малък брой служители. Цифровият клон създаден от BEA е снабден с набор от иновативни банкови инструменти от следващо поколение, разработени в къщата на BEA, които използват съвременни технологии за оптимизиране на услугите и подобряване на ефективността. Тези устройства включват интерактивна сензорен екран (I-Counter), който се превръща в един видео интерфейс (I-Teller), който от своя страна предоставя пряка комуникация с обслужващия персонал и позволява

⁷<http://www.hkbea.com/html/en/bea-personal-banking-innovation-and-awards.html>

осъществяването на сделки 7 дни в седмицата от 9 ч. сутринта до 20 ч. вечерта. Други такива устройства включват интерактивния помощник за финансово планиране (I-Window), кредитна карта за самостоятелно приложение (I-Zone), използвайки цифрови подписи (I-Kit) и браузър за изтегляне на продукти и документи (I-панел).

Докато някои подобряват филиалната си мрежа други изобщо не се нуждаят от такава. Развитието на информационните и телекомуникационни услуги в комбинация с все по-забързаното и натоварено ежедневие на съвременния човек налагат появата на виртуални организации. Немската Fidor Bank⁸ е изцяло дигитална банка и сама по себе си е иновация в сферата на банкирането. Основана през 2009г., в пика на финансовата криза, Fidor Bank цели да запази доверието на клиентите в банковата система с нови и клиентско ориентирани продукти и услуги като дава възможност на клиентите си да участват активно в процеса на вземане на решения от банката. Една от тези нови услуги с продуктивния портфейл на немската банка е The Fidor Smart Current Account. Тя е представява безплатна банкова сметка построена около Application Programming Interface (API), допълваща класическата банкова сметка с интернет плащания и иновативни банкови продукти. Интегрирана платформа API на банката позволява на клиентите и партньорите си да се свързват директно чрез техните компютърни системи с тези на Fidor Bank. Иновационната сметка на Fidor Bank дава възможност на кредитни плащания чрез Twitter, търговия във виртуални валути

⁸ <https://www.fidor.de/>

и широка гама от екзотични продукти, излизащи далеч извън рамките на традиционното.

Новата ера на дигитализацията и технологичния „бум“ безспорно налагат все по-авангардни решения в областта на иновациите, в частност на банковите такива. Една такава екстравагантност в сферата на банковото обслужване е въведения през юли 2015 г. от японската Mizuho Financial Group – хуманоиден робот „Pepper“⁹. На високият 121 сантиметра хуманоид е отредена ролята на консултиращ портиер, който ще забавлява клиентите с игри и мултимедия и ще е в готовност да предоставя основна информация за различните видове продукти на банката. Основните очаквания от тази оригинална иновация са да се подобри обслужването на клиентите, използващи AI и Big Data. "Pepper" е в състояние да използва това, което предлага AI и Big Data, за да изследва и анализира интересите на клиента, като взаимодейства с него посредством различни игри или разговорайки. Mizuho Financial Group планира до края на годината всеки клон от филиалната ѝ мрежа да бъде снабден с един хуманоиден робот.

Заклучение

Безспорно дигитализацията налага преосмисляне на дейността на банковите институции. Въпреки характерният си консерватизъм и устойчиви традиции кредитните институции поемат по пътя на промяната. Осъзнали, че именно нововъведенията са генератори на конкурентни предимства и растеж и с цел устояване на лидерските си позиции за напред все

⁹ https://www.mizuhobank.com/mizuho_fintech/news/pepper/index.html

повече банки следват тренда на иновиране. Внедряването на все по-разнообразни и иновативни продукти и услуги предопределя по-голямата им клиентска приемственост и кореспондира с нарастващите потребителски нужди и предпочитания. Усилията на банките в областта на иновациите са техният основен гарант за запазване ролята им на значими играчи на финансовата сцена и за в бъдеще.

Използвана литература

1. Christensen, Cl., The Innovator`s Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail. Harvard Business Review Press, 1997.
2. Henderson R., Clark K. Architectural Innovation: The Reconfiguration of Existing Product Technologies and the Failure of Established Firms, Administrative Science Quarterly is currently published by Johnson Graduate School of Management, Cornell University, 1990.
3. PwC, 2011. 14th Annual Global CEO Survey - Growth reimaged Prospects in emerging markets drive CEO confidence (www.pwc.com/ceosurvey).
4. Schumpeter, J.A., [1912]. The Theory of Economic Development. Leipzig: Duncker and Humblot. Translated by R. Opie. Cambridge: Harvard University Press, 1934. Reprint. New York: Oxford University Press, 1961.
5. <https://www.bai.org/globalinnovations/awards/2015-winners>
6. <https://www.fidor.de/>
7. <http://www.hkbea.com/html/en/index.html>
8. <https://www.ideabank.pl/>
9. <https://www.mizuhobank.com/index.html>

ТРЕТА ДИСКУСИЯ

Модератор: доц. д-р Димитър Рафаилов, ИУ – Варна

Участници:

доц. д-р Светлана Герчева, ИУ – Варна

доц. д-р Стоян Киров, ИУ – Варна

д-р Боян Иванчев, УНСС – София

х.ас. Никола Николов, ИУ – Варна

Доц. Рафаилов: Време е за дискусия, въпроси, мнения към докладите. Има ли въпроси?

Х. ас. Николов: Моят коментар е свързан с доклада на доц. Герчева. Видях, че през 2014 г. постъпленията са били малко заради някакъв пропуск в закона. Личното ми мнение е, че тук пропусъкът е съществен. Прави впечатление, че през последните години в България увеличението на хазарта е много мащабно, включително, но и не само онлайн залаганията, а като цяло при всички залагания. Това се дължи и на непрекъснатите реклами по телевизията на различни лотарии. В тази връзка ще споделя една история. Влиза в кварталния магазин майка с дете. Детенцето моли за нещо сладко и майката казва, че не може, защото нямат пари. В същото време на касата си купува 5 лотарийни билета. Този случай води до въпроси, свързани с облагането на хазарта. Според мен хазартът в България като цяло се облага много погрешно. Моделът е на данък, свързан с оборота и печалбите. Не е ли по-правилно да се обложи под формата на акциз – както са

горивата, цигарите, алкохола? Защото смятам, че хазартът е не по-малко вреден от въпросните стоки.

Доц. Герчева: Това, което отбелязвате, е абсолютно правилно. Аз също съм за диференцирано облагане и то в никакъв случай да не е според начина на организиране на хазартните игри. Би било възможно да бъде с акциз, ако ние имахме информация за ценовата еластичност на търсене на хазартните игри. За съжаление докато си готвех доклада установих, че данните са оскъдни. Такива има предимно за Великобритания по отношение на това каква е ценовата еластичност на търсене. Защото ако имаме информация за еластичността, ние бихме могли да диференцираме етапите на облагането и да подходим точно чрез акцизно облагане на пазара. Онова, което се прилага върху брутната сума на залозите, те можаха да си намалят данъчната основа. Това, което се спомена като законодателния пропуск – трябва да допълня, че няма хазартни бизнеси, които да не са облагани, а са облагани с корпоративен данък. Постафактум им въвеждат корпоративен данък, което за тях е един вид нерегламентирана държавна помощ. Това е така, защото корпоративният данък е при много по-тясна данъчна основа, при 10%-на ставка, докато поне ако ги бяха обложили върху брутната печалба щеше да бъде 20% върху една по-широка данъчна основа. Да не говорим, ако беше върху брутната сума на залозите. Така че изцяло подкрепям промяната на облагането. Само че тук науката е в дълг на практиката и въобще към дизайна на облагането. Обезателно трябва да е с акцизи и то въз основа на тези изследвания за ценовата еластичност, как реагира пазарът на различните хазартни игри.

Доц. Киров: Изкушен съм да взема думата. Основната причина е да изразя задоволството си от факта, че имаше доклад за поведенчески финанси. Преди няколко месеца приключих една студия, само че в областта на поведенческото застраховане. Разглеждал съм и съм проучвал публикациите на колегата Иванчев и много се радвам, че той участва на нашата конференция. Ще му задам няколко въпроса. Сред нас има и психолог, който също може да обогати дискусиата.

Искам да обърна внимание, че поведенческите аномалии се случват много често. Не съм изследвал капиталовите пазари, защото е извън моя тесен интерес, но знам, че за да бъдат в полза поведенческите финанси, те трябва да констатират крайни аномалии и да се опитват да ги обяснят с когнитивно-поведенческия инструментариум. Моят въпрос е свързан с трите аспекта, в които се проваля неокласицизма или неокласическата теория за рационалното поведение, всъщност базирана на теорията на полезността. Тези три аспекта са: те категорично приемат рационалността на потребителите, категорично приемат пълния самоконтрол, който имат, и на последно място приемат, че потребителите са егоисти и то дори присъщи крайни егоисти. Чухме в доклада на колегата Иванчев за липсата на този самоконтрол, който всъщност пряко е свързан с провала на дългосрочните решения. Бихейвористите дават сериозна аргументация в тази област. Потребителите много трудно устояват на изкушението „искам го, харесвам го и трябва да го имам сега“, което проваля дългосрочната визия. Това особено важи за застраховането. Сега в момента няма да коментирам склонността към оптимизъм. Вторият ми въпрос ще бъде този. Но първото, което искам да попитам, защото ми е любопитно за егоизма – дали този трети елемент е проучван спрямо

участниците на капиталовите пазари и до колко имаме провал в неокласическия възглед във връзка с наличието на пълен или краен егоизъм? Това разбира се е доказано емпирически и не се отнася за застраховането. Оказва се, че застрахованите лица много често правят застраховки не изцяло водени от личния мотив. Не знам как е това за българския капиталов пазар.

Второто, което ми направи впечатление и бих искал също да попитам, е относно разликата между реакциите на мъжете и жените. Да направя една скоба и да успокоя нежния пол – в застраховането не е така – решенията са доста балансирани там, дори напротив – жените са доста по-разумни. Но въпросът ми е друг – дали е правено изследване, дали сте наблюдавали за тези реакции, съпоставено с европейците? Дали е правена съпоставка на източноевропейци или западноевропейци в сравнение с българите относно тяхното късогледство, провал по тази характеристика и склонността им към оптимизъм? Много ми е любопитно.

Още един въпрос. Можем ли да обвържем по някакъв начин поведенческите финанси с неразвитостта на капиталовия ни пазар в България? Коментира се много усилено и миналата седмица на кръглата маса отново се постави този въпрос. Интересно е какво могат да кажат поведенческите специалисти по този въпрос, един по-различен ракурс, по-различна гледна точка. Още веднъж искам да изразя задоволството си, че се правят поведенчески изследвания в областта на финансите за българската практика. Изключително много се negliжира този въпрос по ред причини, може би от недоразбиране, от неосъзнаване важността на този аспект. Изследванията са много малко и мисля, че съм попадал единствено на колегата на позадълбочени такива. Благодаря Ви!

Д-р Иванчев: Аз също Ви благодаря, че ме поканихте тук! В последните години толкова шамари „изядох“ затова, че преподавам тези неща. Наистина много Ви благодаря за тази покана!

Специално при горещите пазари, колкото по-млад е въпросният организиран пазар, толкова по-големи са отклоненията при реакциите на инвеститорите. При нас отклонението, което не е в полза на инвеститорите, стига до 20%. При старите старите – западноевропейските, американските – там отклоненията са значително по-малки. За Източна Европа не съм чел такива изследвания и доколкото следя, не са правени. Вероятно все още нашите пазари, включително и полския, който е много голям, не са чак толкова интересни.

Относно въпроса за разликата между мъже и жени. В САЩ мъжете търгуват около 70% повече от жените, т.е. и там са сексисти, поне от гледна точка това поведение на мъжете. Смята се, че това е мъжка професия, но крайните резултати на нетните портфейли са много сходни. В допълнение, семейните мъже, търгуват по-малко, някъде около 40-50%. У нас мъжете търгуват около два пъти повече от жените. Моето обяснение отново е, че пазарът е достатъчно млад.

Доц. Рафаилов: Относно поведенческите финанси, действително последните години поне в областта на финансовата наука, там може би се отбелязват най-големи постижения и развитие спрямо останалите области. Нещо, което ми изглежда като предизвикателство е, че на индивидуално ниво, вкл. с експерименти и изследвания на мозъчна дейност и реакции, нещата се обясняват добре – как действа отделният човек в

рамките на някакъв експеримент. Но големият проблем е как да анализираме една голяма система, сложна система, напр. пазар с хиляди участници. Знаем, че при големите сложни системи крайният резултат зависи не само от поведението на отделния участник, но и от това как той влияе на останалите участници. Грубо казано знаем максимата, че сборът на отделните части е нещо различно от сумите, че цялото е повече или по-малко от отделните части. Интересно е как може да се отчете това комбинирано въздействие. На индивидуално ниво има доста големи успехи в обяснението на човешкото поведение, но като такава сложна система мисля, че сме доста далеч от задоволителни обяснения. Там е бъдещето на изследванията в поведенческите финанси. То важи и за пазарите, и за организациите.

Доц. Рафаилов: Мисля, че нашата конференция протече изключително успешно и по достоен начин отбелязахме нашата 80-годишнина. Представени бяха много интересни доклади, изказаха се много интересни мнения и се получиха чудесни дискусии. Искам специално да благодаря на нашите гости от други университети и да им кажа, че винаги са добре дошли! Благодаря на всички! Закривам днешната конференция.

**ФИНАНСОВАТА НАУКА – МЕЖДУ ДОГМИТЕ
И РЕАЛНОСТТА**

Сборник с доклади от научна конференция

Издателски коли 8,0

Издателство „Наука и икономика“ – Варна

ISBN 978-954-21-0919-8