

Финансов навигатор

онлайн списание за студентски инициативи

том 5, брой 1, ноември 2019

Съдържание

Изследвания

Михаил Димитров

Влияние на макроикономическите индикатори
върху цените на българския фондов пазар за
периода 2010-2018 г. 2

Кристина Кръстева

FinTech – „Банките“ на бъдещето? 8

Ярослав Девицкий

Състояние на застрахователния сектор в РБ –
тенденции, проблеми, възможности за развитие ... 14

Мнение

Добрин Томов

Подценяване при IPO в България 19

Проекти

Победа в националния кръг на международното
състезание CFA Research Challenge 22

Изяви

Национален конкурс за студентско есе 24

Икономически
университет
Варна



Център за финансови
изследвания и
развитие



Издателски екип

доц. д-р Стоян Киров
главен редактор и
ръководител на ЦФИР

докт. Иглика Славчева
технически сътрудник

Редакционен съвет

проф. д-р Стефан Вачков
ръководител катедра „Финанси“
на ИУ-Варна

доц. д-р Любомир Георгиев
зам. ръководител катедра „Финанси“
на ИУ-Варна

доц. д-р Димитър Рафаилов

доц. д-р Светлана Герчева

доц. д-р Недялко Вълканов

гл. ас. д-р Атанас Камеларов

Адрес за контакти

Варна 9002
Бул. „Княз Борис I“ 77
Икономически университет - Варна
Център за финансови
Изследвания и развитие
<http://www.ue-varna.bg>
fin_navigator@ue-varna.bg

Списанието не изплаща хонорари, тъй като
няма комерсиален характер.
Всеки автор носи отговорност за отстоявани-
те идеи, съдържанието и стилового оформ-
ление.

том 5, брой 1, ноември 2019

Михаил Димитров

Влияние на макроикономическите индикатори върху цените на българския фондов пазар за периода 2010-2018 г.

Михаил Димитров е IV курс, специалност "Финанси". По време на обучението си участва в множество конкурси и олимпиади, където завоюва призиви места. По-значимите от тях са: три пъти студент на годината на ИУ-Варна (2016, 2017, 2018); Студент на годината на Република България за 2018 година, направление Стопански науки; един златен, два сребърни и един бронзов медал от Националната студентска олимпиада по математика (2016-2019); Победител в конкурса за есе на Българската макроикономическа асоциация за 2017 година; Победител в конкурса за стипендия "Дамян Балабанов" на фондация "Атанас Буров" през 2018 година; победител в конкурса за CFA стипендии на БФБ през 2019 година. Изследователските му интереси са в областта на финансовите пазари и приложната математика. За контакт с автора: dimitrow.michael@gmail.com.

Въведение

Фондовият пазар има важно значение за функционирането на пазарната икономика, като позволява трансфера на капитал от спестителите (домакинствата) към заемателите (корпорациите). Инвеститорите са готови да предоставят своите ресурси, като очакват да получат доходност, която може да се изразява в разпределяне на печалбата на дружеството между собствениците (дивиденден доход) или посъпване на ценните книжа (капиталов доход). Връзката между цената на акциите и нейните детерминанти е проблем, който винаги ще бъде актуален поради динамиката на тези индикатори и тяхната степен на влияние. Пазарните участници, особено институционалните, се стремят да намалят информационната асиметрия, като правят инвестиционен анализ както на отделни компании, така и на цели региони.

Целта на настоящата разработка е да изследва влиянието на пет макроикономически индикатора върху цените на акциите на българския фондов пазар, като се прилага VAR модел.

Въз основа на поставената цел се формулират следните научни задачи:

1. Преглед на литературата, засягаща изследваната проблематика.
2. Подбор на данните, периода на изследването и методологията.
3. Извършване на емпиричен анализ и дискусия на получените резултати.

1. Литературен обзор

Връзката между различни макроикономически фактори и възвръщаемостта на активите може да се търси в теорията на арбитражно ценообразуване (ТАЦ), формулирана от Стивън Рос.¹ ТАЦ произлиза от закона за единната цена, според който в условията на ефективен пазар два идентични актива не могат да се търгуват на различни цени, тъй като това би създавало условия за арбитраж. Факторите, които оказват влияние на цената, биха могли да бъдат макроикономически – израз на систематичен риск, свързан с пазара като цяло и макроикономически, специфични за конкретния актив. Влиянието на последните би могло да бъде елиминирано в усло-

вията на добре диверсифициран портфейл. Пазарните индекси, които не са конструирани с цел отразяване на отделен сектор, а имат експозиция към разнообразни отрасли, са подходящо олицетворение на добре диверсифицирания портфейл. Именно върху ТАЦ стъпват редица последващи разработки, които анализират влиянието на различни индикатори върху цените на активите. Такъв е случаят и с настоящото изследване.

Едно от най-цитираните в научната литература изследвания на проблема се явява публикацията „Икономически сили и фондовият пазар“ на Чен, Рол и Рос от 1986 година.² Те оценяват влиянието на промишленото производство, времевата структура на лихвените проценти, инфлацията, цената на петрола, рисковата премия, потреблението и пазарните индекси върху възвръщаемостта на акциите на Нюйоркската фондова борса. Резултатите от иконометричния анализ на авторите показват статистически значима връзка между възвръщаемостта на акциите и някои индикатори – промишленото производство, промени в рисковата премия, измествания на кривата на доходността и инфлацията. Останалите индикатори – потреблението, пазарните индекси и цената на петрола не оказват статистически значимо влияние върху възвръщаемостта на акциите.

Масудузаман разглежда въздействието на макроикономически детерминанти върху възвръщаемостта на пазарите на акции във Великобритания и Германия.³ В търсене на дългосрочна и краткосрочна зависимост, авторът използва тестове за коинтеграция на Йохансен, модел за корекция на грешката и импулсна чувствителност на DAX30 и FTSE100 пазара към индекса на потребителските цени, лихвените проценти, валутния курс, паричното предлагане и промишленото производство. Резултатите показват краткосрочна каузалност от немския индекс към индекса на потребителските цени и от промишленото производство и паричното предлагане към DAX30. Открита е дългосрочна зависимост с посока от инфлацията и валутния курс към акциите в Германия. В контекста на британския пазар са установени краткосрочни каузалности от FTSE100 към всички изследвани променливи с изключение на инфлацията, както и каузалност от валутния курс към пазарния индекс. В дългос-

том 5, брой 1, ноември 2019

рочен план съществува каузалност с посока от индекса на потребителските цени към фондовия пазар.

Въздействието на макроикономически индикатори върху фондовия пазар е изследвано и на редица развиващи се пазари. Баракат, Елгезер и Ханафи проучват връзката между някои макроикономически фактори – индекс на потребителските цени, валутен курс, парично предлагане и лихвен процент и възвръщаемостта на фондовите борси в Египет и Тунис.⁴ Чрез приложението на векторен авторегресионен модел и тест за каузалност на Грейнджър, авторите установяват, че всички изследвани независими променливи имат влияние в дългосрочен план или каузална зависимост с пазара на акции в двете държави.

Влиянието на някои макроикономически индикатори е изследвано и в контекста на българския фондов пазар. Вълков разглежда връзката на инфлацията с възвръщаемостта на пазарния индекс СОФИКС за периода 2001-2015 година. Използвайки корелационен и регресионен анализ, авторът показва, че макар акциите да служат за защитен инструмент срещу инфлацията, то тя няма статистически значима връзка с възвръщаемостта.

Пенчев изследва влиянието на преките чужди инвестиции върху ликвидността и капитализацията на българския фондов пазар за периода 1999-2013 година.⁶ Този фактор се счита за важен в случая на България поради относително младата пазарна икономика и липсата на натрупан капитал вътре в икономиката. Резултатите на автора показват статистически значимо влияние на входящите капиталови потоци върху цените на акциите на БФБ както в дългосрочен, така и в краткосрочен план.

2. Данни и методология

Настоящото изследване ще провери и оцени влиянието върху българския фондов пазар както на горепосочените два фактора, които са обект на предходни изследвания на проблематиката у нас, така и на три други – европейският индекс STOXX600, индекса на промишленото производство и лихвите по депозитите. Така настоящата работа включва следните променливи:

Индекс СОФИКС - СОФИКС е индекс на Българска фондова борса. Изчисляването му започва от 20 октомври 2000 година. Към 2018 година той обхваща български публични компании, които отговарят на определени изисквания по отношение на времето, когато са търгувани на регулирания пазар, броя на акционерите, пазарната капитализация на фрий-флоута и спреда между цените купува и продава. Индексът е добре диверсифициран, включвайки в себе си компании от различни сектори на икономиката. Към края на 2018 година част от него са 15 компании с обща пазарна капитализация около 3.5 млрд. лева. В настоящото изследване СОФИКС ще бъде зависимата променлива, изразяваща представянето на българския фондов пазар. За целите на изследването са използвани данни от Инфосток (цена на затваряне за съответния месец).

Индекс на промишленото производство (ИПП) - от макроикономическа гледна точка, има пряка зависимост между количеството произведени блага в една икономика и представянето на компаниите, опериращи в нея. Най-широкоразпространеният измерител на икономическата активност е БВП. Неговото измерване, обаче, се осъществява на тримесечна база. Тъй като за връзката между макроикономическите индикатори и фондовия пазар е изследвана на месечна база, то като заместител на БВП е използван индексът на промишленото производство. Неговата употреба като показател на икономическата активност е често срещана практика в различни проучвания.⁷ За целите на това изследване са използвани данни от НСИ. Очакваната зависимост между фондовия пазар и индекса на промишленото производство е положителна.

Индекс STOXX 600 - STOXX 600 е европейски пазарен индекс, включващ в себе си около 600 големи, средни и малки европейски компании. Като експортно ориентирана икономика, чиито най-голям търговски партньор е именно Европейският съюз, то е логично да се търси връзка между представянето на двата фондови пазара. Много от българските публични компании имат за контрагенти европейски такива, тоест доброто представяне на европейския бизнес би следвало да има положително отражение и върху българските им партньори, съответно и върху фондовия пазар. Историческата информация за цените на STOXX 600 за периода 2010-2018 година е извлечена от платформата Yahoo Finance. Очакваното влияние между европейския и българския фондов пазар е положително – при ръст на европейските акции, би следвало да има такъв и при българските.

Лихвен процент - лихвения процент има ключова роля в икономиката. Той представлява цената на заемния ресурс. Влиянието му върху фондовите пазари се осъществява по няколко канала. За нефинансовите предприятия ниската цена на финансирането би довела до понижени лихвени разходи и при равни други условия по-висока печалба. За инвеститорите ниският лихвен процент означава понижена възвръщаемост на депозитните продукти, което би могло да ги насочи към други инвестиционни продукти с по-висока възвръщаемост, каквито са акциите. Също така, по-ниските разходи за лихви правят маржин търговията по-атрактивна за пазарните участници. За целите на настоящото изследване са използвани данни на БНБ за лихвения процент по срочните депозити на домакинствата с матуритет между 3 и 6 месеца. Очакваната зависимост между лихвения процент и цените на фондовия пазар е обратна – при понижаване на лихвения процент би следвало да има покачване на цените на акциите.

Преки чужди инвестиции (ПЧИ) - развиващите се пазари са атрактивни за международния капитал, поради по-големия си потенциал за висок икономически растеж. Освен това, в една относително млада пазарна икономика, каквато е България, липсва голямо количество местен натрупан капитал. Неговото натрупване е относително

том 5, брой 1, ноември 2019

по-бавен процес, отколкото привличането му от чужбина. Тоест преките чужди инвестиции сами по себе си имат ролята на допълнителен стимул за растежа на икономиката. Нарастването на БВП, обаче, не винаги е свързано и с пренасяне на положителния тренд и при резултатите на публичните компании.⁸ За целите на настоящото изследване са използвани данни от БНБ за обема на общите преки чуждестранни инвестиции (дялови и дългови инструменти) в България. Използвани са месечни стойности (в млн. лв.) на кумулативен принцип – приемайки януари 2010 година за начало. Очакваната връзка между ПЧИ и фондовия пазар е положителна.

Индекс на потребителските цени (ИПЦ) - инфлацията може да оказва както положително, така и отрицателно влияние върху фондовия пазар. Ако тя е очаквана и се дължи на повишено търсене, то повишаването на цените ще стимулира производството и печалбите на компаниите, което пък ще намери отражение в цената на техните акции. Инфлацията, обаче, може да има и негативен ефект. Ако тя е неочаквана, то това ще доведе до шок за икономиката. Фама свързва неочакваната инфлация с намаляване на икономическата активност, а от там и на резултатите на компаниите.⁹ Също така, при увеличаване на инфлацията, централните банки реагират с рестриктивна парична политика, което увеличава лихвените проценти в икономиката. Това се отразява и на нормата на дисконтиране, използвана при оценката на компании. За целите на настоящето изследване апроксимация на инфлацията е индексът на потребителските цени. Данните на НСИ са преобразувани, като за база 100 е взет месец януари 2010 година. Предвид липсата на висока и неочаквана инфлация в България за изследвания период, очакваната връзка между индекса на потребителските цени и фондовия пазар е положителна.

С оглед изключване на резкия спад от над 80% на българския фондов пазар, вследствие от икономическата криза, за период на изследването е подбран 2010-2018 година. Преди да се премине към иконометричното моделиране, някои от данните са трансформирани – ПЧИ са разгледани с натрупване, ИПЦ и ИПП са преизчислени при база 100 за януари 2010 година. Следва логаритмуване на данните, за да се стабилизира дисперсията.

Следващата стъпка е тестване на данните за стационарност с цел избягване на т.нар. “лъжлива регресия”. Това става с помощта на теста с разширения критерий на Дики-Фулър (ADF), а за потвърждение на резултатите е използван тестът на Филипс - Перон (PP). При нестационарност се вземат първите разлики на променливите, като те биват тествани на свой ред за стационарност. Стационарните динамични редове се включват в бивариантни VAR модели, като оптималната дължина на лага се определя, чрез специални критерии, като предвид големината на извадката (108 наблюдения) за водещ е определен HQ.¹⁰ За по-голяма изчерпателност на резултатите, статистически значимите модели са проверени за автокорелация на остатъците и са илюстрирани чрез функция на реакцията (IRF). Изследвана е и каузалната зависимост между променливите чрез теста за каузалност на Грейнджър. Гореспоменатите процедури са извършени с иконометричния пакет на Eviews 9.

3. Резултати

Резултатите на проверката за наличието на единичен корен в оригиналните данни чрез теста с разширения критерий на Дики-Фулър (ADF) и теста на Филипс-Перон не дават основание да бъде отхвърлена нулевата хипотеза за пет от променливите – СОФИКС, STOXX600, преки чужди инвестиции, индекс на потребителските цени и лихви по депозитите. Това означава, че тези променливи в техния немодифициран вид са нестационарни. Проведените тестове върху техните първи последователни разлики установяват интегрираност от първи порядък, което позволява включването им в модела. Изключение прави динамичният ред на индекса на промишленото производство. Той се оказва стационарен при модел с включени константа и линеен тренд. Тъй като и двата теста за единичен корен (ADF и PP) показват наличието на статистически значим линеен тренд, това позволява за целите на иконометричното моделиране да бъдат използвани първите разлики на променливата.¹¹ Обобщени резултати от тестовете са представени в таблица 1. Очаквано, критериите за оптимална дължина на лага не са еднородни по отношение на резултатите (вж. табл. 2).

Таблица 1

Резултати от тестовете за единичен корен

Променлива	Вид модел на теста	Level			First difference			I(d)
		Tets Statistic		1% Critical value	Tets Statistic		1% Critical value	
		ADF	PP		ADF	PP		
СОФИКС	trend/const	-2.234	-2.399	-4.047	-7.437	-7.437	-4.047	1
STOXX 600	trend/const	-2.185	-2.185	-4.047	-10.228	-10.24	-4.047	1
Преки чужди инвестиции	trend/const	-3.095	-3.486	-4.047	-5.254	-20.029	-4.047	1
Лихви по депозитите	trend/const	-1.597	-1.543	-4.047	-5.806	-6.216	-4.047	1
ИПЦ	trend/const	-2.111	-2.111	-4.047	-8.649	-8.651	-4.047	1
ИПП	trend/const	-5.062	-4.795	-4.047	-	-	-	0

Таблица 2

Избор на оптимална дължина на лага

Модел	Критерии за оптимална дължина на лага					Избрана дължина на лага
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	
СОФИКС-STOXX600	1	1	1	0	1	1
СОФИКС-ПЧИ	6	6	6	2	6	6
СОФИКС-ИПЦ	7	7	7	1	2	7
СОФИКС-ИПП	1	1	1	1	1	1
СОФИКС-лихви по депозитите	2	2	2	1	1	1

За отделните модели това има следните импликации:
 СОФИКС-STOXX600 – тук има почти пълно единодушие между критериите – оптималният лаг е с дължина 1. Това означава, че моделът би следвало да включва стойности на променливите за един месец назад, съответно тяхното влияние ще се пренася върху фондовия пазар относително бързо.

СОФИКС-ПЧИ – в този модел отново мнозинството от критериите посочват един и същ оптимален лаг – 6. Това означава, че пренасянето на ефекта на преките чуждестранни инвестиции върху цените на акциите се очаква да бъде до около половин година след осъществяването на инвестицията.

СОФИКС-ИПЦ – при тази двойка се наблюдават нееднозначни резултати. HQ и SC критерият дават различни резултати, съответно 2 и 1 за дължина на лага. Останалите три критерия, обаче, са единодушни в своите резултати, като предлагат лаг 7. Това е и стойността, която ще бъде използвана във векторната авторегресия. Това означава, че инфлацията ще се пренася с до седем месечно закъснение върху фондовия пазар.

СОФИКС-ИПП – тук има абсолютно единодушие на всички критерии – оптималният лаг е с дължина 1. Следователно, икономическата активност би следвало да се пренася в рамките на един месец и върху фондовия пазар.

СОФИКС-лихви по депозитите – при този модел има разнопосочност на резултатите. Три от критериите – LR, FPE, AIC показват оптимална дължина на лага 2, докато останалите два SC и HQ – 1. Предвид липсата на категорично превъзходство на един от двата резултата, то ще бъде взето предвид предимството на HQ критерия, предвид големината на извадките в изследването. Това означава, че ефектът от промяна в лихвите по депозитите се отразява в цените на акциите за период до един месец.

Векторната авторегресия е приложена на бивариантен принцип – моделът включва зависимата променлива, както и допълнителна факторна. Първоначално моделите включват броя на лаговете, определени чрез информационните критерии. При тестването на модела, лаговете се редуцират само до тези, чиито коефициенти притежават статистическа значимост. Резултатите са синтезирани в Таблица 3.

Таблица 3

Резултати от VAR моделите

Модел	Връзка	Статистическа значимост
СОФИКС-STOXX600	положителна	има за лаг 1
СОФИКС-ПЧИ	смесена	няма
СОФИКС-ИПЦ	отрицателна	има за лаг 7
СОФИКС-ИПП	положителна	няма
СОФИКС-лихви по депозитите	отрицателна	няма

За три от моделите липсва статистическа значимост:
 СОФИКС-ПЧИ – при този модел не може да се установи ясна посока на връзката – за някои от лаговете тя е положителна, а за други отрицателна. Нито един от коефициентите на модела не притежава статистическа значимост. Това означава, че влиянието на ПЧИ върху фондовия пазар в България не може да бъде статистически установено за изследвания период.

СОФИКС-ИПП – тук имаме положителна връзка – покачането на икономическата активност, измерена чрез индекса на промишленото производство, намира отражение и в покачане на цените на фондовия пазар. Тази зависимост обаче е незначителна, тъй като липсва статистическа значимост на коефициентите на модела.

СОФИКС-лихви по депозитите – при този модел се установява ясна посока на връзката – коефициентът на еластичност на лихвите по депозитите е отрицателен при

том 5, брой 1, ноември 2019

лаг от 1 месец. Статистическа значимост, обаче, липсва. Това означава, че за изследвания период не може да се установи статистически значимо влияние на лихвените проценти върху представянето на българските акции.

СОФИКС-STOXX600 – при този модел се наблюдава статистически значима положителна връзка между зависимата променлива и фактора. Това означава, че има статистически значимо влияние на европейския индекс върху българския фондов пазар. Връзката може да бъде изразена по следния начин:

$$DLNSOFIX=0.2975*DLNSOFIX(-1)+0.3141*DLNSTOXX600(-1) \quad (1)$$

Където:

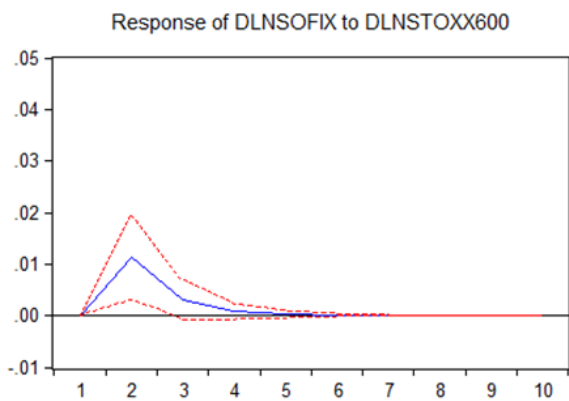
DLNSOFIX – изменение на СОФИКС през настоящия месец;

DLNSOFIX(-1) – изменение на СОФИКС за предходния месец;

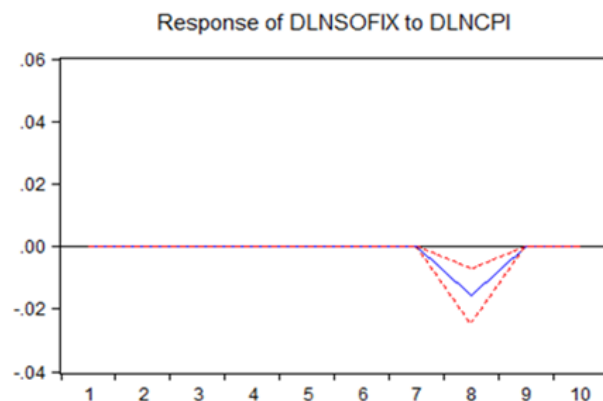
DLNSTOXX600(-1) – изменение на STOXX600 за предходния месец

Коефициентът на европейския индекс – 0.3141 означава, че покачване (спад) на STOXX600 с 1% ще доведе до

покачване (спад) на СОФИКС през следващия месец с 0.3141%. Коефициентът на детерминация на модела е $R^2=0.1364$, следователно 13.64% от динамиката на СОФИКС може да се обясни с този модел. Резултатите от последвалия тест за автокорелация в остатъците на Брюш-Годфри не дават основание да се отхвърли нулевата хипотеза, тоест в модела не се наблюдава серийна автокорелация. Това подкрепя неговата надеждност. За подпомагане тълкуването на модела се използва функция на реакцията. Резултатите от нея са представени на Фигура 1. Илюстрацията показва, че шок в размер на едно стандартно отклонение в европейския индекс STOXX600 ще се усети в цените на българския фондов пазар след един месец, а окончателното му затихване ще се случи през четвъртия месец.



Фиг. 1. Реакция на СОФИКС към шок в STOXX600



Фиг. 2. Реакция на СОФИКС към шок в ИПЦ

СОФИКС-ИПЦ – тук също има ясна и статистически значима посока на връзката за променливата с лаг 7, като тя е отрицателна. Това означава, че покачването (понижаването) на индекса на потребителските цени се пренася след 7 месеца върху цените на българските акции, като ги понижава (покачва). При тази векторна авторегресия има и статистически значима константа. Моделът има следното уравнение:

$$DLNSOFIX=0.0511*DLNSOFIX(-7)-3.3002*DLNCPI(-7)+0.0079 \quad (2)$$

Където:

DLNSOFIX – изменение на СОФИКС през настоящия месец

DLNSOFIX(-7) – изменение на СОФИКС преди седем месеца

DLNCPI(-7) – изменение на индекса на потребителски-те цени преди седем месеца

0.0079 – константа

Коефициентът на изменението на ИПЦ – -3.3002 означава, че повишаване (спад) на ИПЦ с 1% ще се отрази

след 7 месеца в спад(повишение) на индекса СОФИКС с 3.3002%. Моделът притежава коефициент на детерминация $R^2 = 0.1364$, което означава, че 13.64% от изменението на българския фондов пазар могат да се обяснят с модела. Последващият тест за автокорелация на остатъците не дава основание за отхвърляне на нулевата хипотеза, тоест в модела липсва серийна автокорелация и той може да се счита за надежден. За подпомагане тълкуването на модела се използва функция на реакцията. Резултатите от нея са представени на Фигура 2.

Илюстрацията показва, че шок в размер на едно стандартно отклонение в ИПЦ ще се усети в цените на българския фондов пазар след почти седем месеца, а окончателното му затихване ще се случи малко преди деветия месец.

Резултатите от теста за каузалност на Грейнджър са обобщени в Таблица 4.

Таблица 4

Резултати от теста за каузалност на Грейнджър

Нулева хипотеза	p стойност	Резултат	Връзка
Не съществува каузалност от STOXX600 към СОФИКС	0.0061*	отхвърляме	едностранна
Не съществува каузалност от СОФИКС към STOXX600	0.6699	не отхвърляме	
Не съществува каузалност от ПЧИ към СОФИКС	0.1415	не отхвърляме	едностранна
Не съществува каузалност от СОФИКС към ПЧИ	0.0097*	отхвърляме	
Не съществува каузалност от ИПЦ към СОФИКС	0.0024*	отхвърляме	едностранна
Не съществува каузалност от СОФИКС към ИПЦ	0.2687	не отхвърляме	
Не съществува каузалност от ИПП към СОФИКС	0.2139	не отхвърляме	няма
Не съществува каузалност от СОФИКС към ИПП	0.4845	не отхвърляме	
Не съществува каузалност от лихви по депозитите към СОФИКС	0.8612	не отхвърляме	няма
Не съществува каузалност от СОФИКС към лихви по депозитите	0.4023	не отхвърляме	

Забележка: (*) означава статистическа значимост при 5% риск за грешка.

Налице са три едностранни връзки – в комбинациите на СОФИКС със STOXX600, ПЧИ и ИПЦ. Две от тях – с европейския индекс и инфлацията са с посока от посочените променливи към цените на акциите. Това означава, че промените на европейския фондов пазар и индекса на потребителските цени имат определящо значение за динамиката на СОФИКС. Третата е с обърната посока – от българския фондов пазар към нивата на преките чужди инвестиции. Това означава, че динамиката на чуждите капиталови потоци, които постъпват в икономиката, са свързани с представянето на българските борсово търгувани компании. В другите два модела липсват каузални зависимости.

Заклучение

На база направения емпиричен анализ могат да се формулират следните изводи по отношение на влиянието на определени макроикономически фактори върху цените на българския фондов пазар за периода 2010-2018 година:

Първо, съществува статистически значимо положително влияние на европейския фондов пазар, изразен чрез индекса STOXX600, върху българския фондов пазар, апроксимиран с помощта на индекса СОФИКС. Налице е и каузална зависимост от европейския пазар към нашия. Подобна зависимост намира своето обяснение във високата свързаност на родната икономика с тази на ЕС и съответства на очакванията, базирани на икономическата теория.

Второ, съществува статистически значимо отрицателно влияние на инфлацията, изразена чрез индекса на потребителските цени върху българския фондов пазар. Тези резултати се разминават с очакванията, макар в теорията да може да се намери обяснение с т.нар. “инфлационна илюзия”.¹² Забавянето на пренасянето на ефекта от порядъка на седем месеца се явява допълнителен фактор, който поставя под съмнение доколко тази зависимост е реална, а не плод на случайност, която е “подвела” статистическия модел.

Трето, не съществува нито статистически значима, нито ясно определима връзка между преките чуждестранни инвестиции и цените на българския фондов пазар. Тези резултати се разминават с очакванията, базирани на икономическата теория. Тестът за каузалност на Грейнджър дава основание да се смята, че съществува каузална зависимост с посока от нивата на индекса СОФИКС към ПЧИ.

Четвърто, съществува положителна, но статистически незначима връзка между икономическата активност, изразена чрез индекса на промишленото производство, и цените на българския фондов пазар. По отношение на своята значимост тези резултати се разминават с очакванията. Отсъства каузална зависимост.

Пето, съществува отрицателна, но статистически незначима връзка между лихвите по депозитите и цените на акциите на българските публични компании. Тези резултати не съвпадат с очакванията по отношение на своята значимост. Отсъства каузална зависимост.

том 5, брой 1, ноември 2019

Получените резултати показват, че за изследвания период от 2010 до 2018 година българският фондов пазар до голяма степен няма предвидимо поведение по отношение на ключови за икономика макрофактори, а се влияе от външни такива, какъвто се явява европейската икономика. Обект на бъдещи изследвания би могло да бъде влиянието на други фактори извън обхвата на чисто икономическите детерминанти на цените на българския фондов пазар. В този смисъл заслужават внимание политическият фактор, нивото на доверие в институциите и финансовата грамотност на населението.

¹ Ross, S. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, vol. 13, No. 3, p. 341-360. 1976.

² Chen, N., Roll, R., Ross, S. Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, vol. 59, p. 383-403. 1986.

³ Masduzzaman, M. Impact of the Macroeconomic Variables on the Stock Market Returns: The Case of Germany and the United Kingdom. *Global Journal of Management and Business Research*, vol. 12, No. 6. 2012.

⁴ Barakat, M., Elgazzar, S., Hanafy, K. Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 1. 2016.

⁵ Вълков, П. Връзка между възвръщаемостта на фондовия пазар и инфлацията в България. Международна научна конференция "Високи технологии. Бизнес. Общество 2017", 2017.

⁶ Пенчев, И. Влияние на входящите капиталови потоци върху размера и ликвидността на българския пазар на акции. Икономиката в променящия се свят: национални, регионални и глобални измерения : Сб. докл. от междунар. науч. конф. : Т. 1. - Варна: Унив. изд. „Наука и икономика“, с. 91 – 100. 2015.

⁷ Mackowiak, B. "External shocks, U.S. monetary policy and macroeconomic fluctuations in emerging markets". *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, No. 8., 2007.

⁸ Mee, K. "GDP and earnings growth in emerging markets – a loose connection". *Schroders*, September 2017

⁹ Fama, E. "Stock returns, real Activity, Inflation, and Money", *The American Economic Review*, vol. 71, No.4, p. 545-565. 1981

¹⁰ Liew, V. Which Lag Length Selection Criteria Should We Employ? *Economics Bulletin*, Vol. 3, No. 33 pp. 1–9. 2004.

¹¹ Любенов, Л. Оценка на еластичността на външната търговия с енергийни ресурси на Република България чрез модела на Алмон. *Известия, списание на Икономически университет – Варна*, No.1, стр. 63-72, 2013.

¹² Ritter, J., Warr R. The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982-1999. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, No. 1, pp. 29-61. 2002.

том 5, брой 1, ноември 2019

Кристина Кръстева

FinTech – „Банките“ на бъдещето?

Кристина Кръстева е завършила бакалавърска степен по специалност „Международни икономически отношения“ в Икономически университет – Варна. Понастоящем се обучава в специалност „Банков мениджмънт“, ОКС „Магистър“. Има трудов стаж във FinTech компания, банкова институция и инвестиционен посредник, занимаващ се с търгуване на финансовите пазари. Нейните изследователски интереси са в областта на FinTech компаниите, банковото дело, дигитализацията на бизнес процесите, финансовите пазари и инвестиции. За контакт с автора: krissy.valentinova95@gmail.com.

Въведение

Традиционните банки играят ключова роля в икономическия свят. Иновативната финансова технология обаче създава различни бизнес модели, които съответстват на нови клиентски нужди. Те засягат различни аспекти на икономиката, включително платежните услуги, банковата индустрия и финансовите регулации. FinTech е термин, който описва пресечната точка между финансовите услуги и технологиите. Новите стартиращи компании разчитат на технологиите за предоставяне на иновативни финансови услуги, които по-добре отговарят на нуждите на потребителите. Технологичните гиганти се основават на иновативен бизнес модел, който им дава възможност да се съсредоточат върху иновациите вместо традиционната визия за краткосрочна печалба. Появата и растежът на тези нови играчи променя финансовата екосистема. Традиционните доставчици на финансови услуги се чувстват застрашени, но ще успеят ли да работят в синергия с „младите луди“? (Вачков 2015: 215).

Навлизането на все повече FinTech компании на пазара на банковите и финансови услуги провокира консервативната банкова система към внедряване на технологични иновации. FinTech компаниите могат да променят пазара с динамиката и начина, по който подхождат към клиента. Те често са водещи в разработването на персонализирани и достъпни модели за взаимодействие с потребителите, които обаче не са заплаха за банките. По-скоро днес самите банки се стремят да отворят системите си за партньорство с FinTech компаниите. FinTech компаниите набират все по-голяма скорост в съвременния свят. „Дигитализацията се утвърждава като безалтернативен тренд във финансовия сектор.“ (Вачков 2015: 212). В контекста на динамично развиващото се ежедневие, доминирано от онлайн комуникациите, банките са наясно с необходимостта от развитието на мобилните приложения за банкиране със скоростта на променящите се потребителски нагласи.

1. FinTech – феноменът във финансовата индустрия

Обществото се променя радикално под импулса на технологичните иновации. Финансовият сектор е най-големият потребител на цифрови технологии и основен фактор за цифровата трансформация на икономиката. FinTech компаниите са новоизгряващите конкуренти на традиционните банки. Те все по-активно напредват и се адаптират към динамичната среда и в търсенето на дигитални услуги от страна на клиентите. FinTech е хибридна

форма между финанси и технологии, чиято поява се предопределя от променените изисквания на потребителите към начина, по който искат да банкират, плащат, управляват средствата си и да се застраховат. FinTech компаниите са не просто технологии на бъдещето, те вече са неизменните технологии на настоящето. Те имат предимства пред банките (минимална зависимост от регулатори и липсата на строга териториалната принадлежност), които започват да проявяват все по-голям интерес към FinTech решенията и непрекъснато търсят начини за имплементиране на финансови иновации в своите структури. Интерес в тази област се демонстрира от всички страни: от инвеститори, финансови институции, регулатори, правителствени органи. FinTech компаниите са част от финансовата индустрия и представляват фирми, които използват технологиите, за да предоставят по-качествени и по-изгодни услуги в сферата на финансите.

Въздействието на технологиите върху финансовата индустрия е изключително силно. През последното десетилетие FinTech компаниите успяха да се утвърдят като отделен сегмент в сектора на финансовите услуги. Основните играчи в този сегмент са компаниите (обикновено стартиращи), които се опитват да се реализират в конкуренцията от различните предлагани досега на пазара финансови системи и да предложат алтернатива на услугите, предлагани от финансовите корпорации от традиционен тип – банките. За разлика от традиционните доставчици на финансови услуги, FinTech компаниите се занимават почти изцяло с използването на най-съвременна технология и интернет-базиран софтуер, за да задоволят нуждите на своите клиенти.

Стартиращите FinTech компании в повечето случаи търсят партньорства, които да спомогнат за създаването на нови подходи за стимулиране на промените и иновациите. Те се нуждаят не само от капитал, но и от клиенти. Културата на работното място играе важна роля във финансовите институции, а традиционните банки ще трябва да подновят своите цели, за да са в съответствие с променящите се очаквания в стратегически области като кариера, разнообразие, гъвкавост и социална стойност. Чрез внедряването на нови културни нагласи компаниите ще могат да намерят алтернативни източници на таланти, които ще спомогнат за насърчаване на иновациите и ще направят работата с компаниите в FinTech по-малко предизвикателна.

Развитието на FinTech индустрията в световен мащаб е показателно за бъдещето на електронните пари и мо-

том 5, брой 1, ноември 2019

билните системи за разплащания. Налагането и развитието на FinTech технологията стимулира пазара да реагира сам и да катализира идеи, които ще доведат до по-доброто обслужване и откликване на нуждите на потребителите. FinTech индустрията успява бързо да опрости извършването на финансови операции, превръщайки ги в по-достъпна технология за обикновения потребител. Технологията е в центъра на трансформиращата се сфера на плащанията, с нови и подобрени решения и способности, които влияят върху поведението и очакванията на потребителите. Иновациите се извършват с бързи темпове. Подобрененията в индустрията на плащанията се разработват и прилагат по-бързо от всякога, по-специално по отношение на управлението на данните, сигурността и преминаването към модулни информационни технологии.

Базираните на облак решения са гъвкави, икономически ефективни и могат да бъдат увеличени, за да отговорят на нарастващите изисквания, позволявайки на предприятията да изграждат и адаптират операциите си по-ефективно и ефикасно. Интерфейсите за приложно програмиране (API) позволяват взаимодействието между две или повече свързани услуги онлайн, предоставяйки възможност за изграждане на решения, които интегрират и комбинират различни услуги и източници на данни. Докато тези процеси са достъпни за банките, именно стартиращият сектор - включително доставчиците на онлайн плащания - е показал най-висока степен на имплементиране, адаптация и по – бързи темпове на развитие.

Новите технологии също значително подобряват съхранението, достъпа и интерпретацията на информация и данни - което води до значителни търговски ползи, но същевременно поражда необходимостта от по-голяма защита на информацията. Биометричната сигурност използва уникални идентификатори като пръстови отпечатайки, разпознаване на лица, сканиране на ириса и разпознаване на глас, за да се осигури по-голяма сигурност, като същевременно се подобри цялостният потребителски опит. Напоследък са направени предложения за увеличаване на сигурността на плащанията и данните чрез четене и тълкуване на потребителската история на потребителите.

Технологичният напредък прави възможно да се анализират ефективно и да се тълкуват обширни, сложни набори от данни; разкриване на неизползвани модели и тенденции. Това „по-интелигентно“ управление на данни позволява на банките да създават по-ефективни, ориентирани към клиента решения, които са още по-съобразени с поведението и нуждите на клиента. Тези възможности позволяват на банките да оптимизират собствените си вътрешни процеси и да добавят значителна стойност към клиентите чрез по-добро разбиране на техния бизнес.

Ако банките не реагират бързо и не се адаптират към това развитие, те са изложени на риск да бъдат засенчени в самия сектор, в който традиционно са известни. Тъй като небанковите институции продължават да въвеждат

множество нови цифрови възможности, в банковия сектор се появява елемент на прекъсване - и неуспехът на банките да поддържат и предлагат подобрени клиентски решения само ще изострят това. Промяната идва не само от тези нови технологични възможности, но и от начина, по който (и до каква степен) се приемат такива новости.

В днешния наистина глобализиран свят, където възникващите пазари имат възможността да „прескочат“ своите по-развити колеги и прехвърлянето на нова информация е едновременно, мигновено и глобално - приемането и въздействието на нови инструменти и решения е по-бързо от всякога. Всъщност днешната главоломна степен на адаптация сама по себе си е огромен двигател на промяната с много нови иновации, които сега постигат масово навлизане на пазара с много по-бърз темп, отколкото се смяташе за възможно.

Почти непостижимото нарастване на използването на мобилни и смартфони поставя цифровите услуги в ръцете на потребителите, които преди това не можеха да бъдат достигнати. Благодарение на достъпа до технология, базирана на облак от излъчвания и с постоянно бързи мобилни сигнали, смартфоните позволяват достъп до цифрови услуги от всеки, навсякъде и по всяко време. Тези възможности имат най-голямо въздействие върху развиващите се пазари, особено тези с бързо растящи популации от среден клас. Това преди необвързано с банкови услуги население все повече се нуждае от финансови услуги, а технологията за мобилни телефони позволява достъп до решения за плащане, без да е необходима специална физическа инфраструктура - отново, ускорявайки скоростта на приемане.

Подобно на потребителските тенденции, промените в индустрията могат да окажат огромно влияние върху иновациите в плащанията. Световната финансова криза предизвика въвеждането на безброй нови регламенти за възстановяване на доверието в банковия сектор; например, въвеждането на по-голям акцент върху ликвидността и управлението на риска. Резултатът е повишена прозрачност и видимост на данните, което от своя страна подпомага управлението на паричните средства и може да доведе до икономии на разходи за клиентите. Освен това, елементът на сигурност, който тези стандарти за регулиране налагат, е ключова сила в положението на банките в пространството за плащания.

Усилията за увеличаване на хармонизацията при обработката на плащания също бяха засилени чрез инициативи като SEPA и ISO 20022. Създаването на тези общи стандарти е важен фактор за растежа на националните и международни платежни инфраструктури. Общите стандарти също така дадоха възможност за по-модулен подход към ИТ, при който нови услуги могат да бъдат добавяни към съществуващите системи, без да са необходими сложни междинни слоеве.

Глобализацията на световната икономика, бързото развитие на интернет и на дигиталните технологии предопределят бъдещото развитие на финансовите услуги, на тяхното разпространение в посока дигитализацията на

том 5, брой 1, ноември 2019

услугите и предлагането на финансови продукти. Дигитализацията е необходимост за бизнеса и за икономиката. С развитието на информационните технологии се разширява кръгът на потребителите на небанкови финансови услуги, а оттам се засилва и предлагането на финансови продукти. В резултат на финансовите технологии могат да възникнат нови бизнес модели, приложения, процеси или продукти, които могат непряко да окажат съществено въздействие върху финансовите пазари и институции и върху начините на предоставяне на финансови услуги.

Едно от основните предимства на FinTech в краткосрочен план е потенциалът за улесняване на online връзките с потребителите. Предоставянето на възможност на дружествата да установят напълно дигитални връзки с крайния потребител е от ключово значение за изграждането на един пазар за финансовите услуги на дребно. Трансграничното предоставяне на финансови услуги няма да стартира ефективно, докато потребителите трябва да се явяват в офисите на доставчиците, за да получат документи на хартиен носител и да подпишат ръчно сключените от тях договори.

По отношение на разпределението на инвестициите във финансовия сектор се забелязва фокусиране на индустрията на финансовите иновации върху кредитирането и плащанията на дребно, като FinTech дружествата разработват продукти, предлагащи решение на проблеми, които са възникнали в хода на предоставяне на различни финансови услуги. Все повече предприемачи насочват своето внимание и интерес към FinTech сегмента. Той има доста голям потенциал, но и някои специфични особености, които го правят по-голямо предизвикателство. Разбира се, повечето предприемачи много харесват предизвикателствата и възможността да “разбият” установен пазар. FinTech сегментът е доста по-особен и далеч не е най-лесното място за бързи успехи. Напротив, системата е доста по-сложна и изисква още по-внимателна преценка на всеки ход, съобщава Entrepreneur (Kuznetsov, 2017), като публикува и 7 неща, които един предприемач трябва да съобрази, преди да основе FinTech стартап.

На първо място са регулациите. Във финансовия сектор те са особено сложни и специфични. Освен това варират значително в различните региони, понякога дори и в рамките на една държава. След това е конкуренцията от финансовите институции. Ако един стартап за чат приложение се конкурира с интернет компании, то FinTech стартапите имат за конкуренти банки с много по-голям опит във финансовата сфера. После идва доверието на потребителите. То се печели най-трудно и се задържа още по-трудно. Вроденият скептицизъм също е препятствие, което трябва да се прескочи.

На ред е и силният екип. Той е нужен за всяка компания, но при специфичните особености на финансовата сфера, специалисти в областта са крайно необходими. А те също се привличат трудно. Разбира се, не трябва да се подценява и самата услуга, която ще се предлага. Във FinTech сегмента вече има доста голямо разнообразие от

компании и е важно да се намери уникална ниша и проблем, който компанията решава по-добре от останалите. Най-често интерес към FinTech услуги имат по-младите клиенти, които са по-отворени към новите технологии и са добра първоначална аудитория. Това води и до избора на технология, в която компанията да се съсредоточи. Инвеститорите имат особено голям интерес към възможностите на изкуствения интелект и автоматизацията в сегмента. Те обаче са и най-сложните сегменти, които изискват специалисти в много сфери, включително учени, и затова реализирането им е доста по-трудно.

И накрая, естествено – финансирането. Инвеститорите вече не дават пари с лекота като преди няколко години. Сега те искат да видят по-голяма стойност и потенциал в един проект. Затова важна е не само добрата идея, но и много ясна представа какво е необходимо, за да се реализира и как (Kuznetsov, 2017).

Новите технологии няма да изменят природата и същината на финансите. Например банките ще продължат да изпълняват функцията на финансово посредничество между спестявания и инвестиции. Те събират публично депозити и трансформират съответния ресурс в инвестиции и кредити за получатели, които сами не разполагат със съответните средства. По време на този процес банките поемат определени рискове.

Навлизането на новите технологии е свързано с ефекти върху някои от тези рискове, които са основа на финансовото (банковото) посредничество. Първо, предоставянето на платежни услуги е типична и традиционно печеливша банкова дейност. Своеобразният монопол на банките, свързан с обстоятелството, че платежните услуги се базират на сметки при банките, предизвиква интерес от други институции за достъп до банковите сметки. Новата Директива за платежните услуги (PSD2 2018: 4) вече регламентира такъв достъп на „небанки“ до информация за сметките и до платежната инфраструктура на банките. Освен темата за конкурентния натиск, банките трябва да фокусират вниманието си върху новите рискове, свързани с описания процес, например сигурността и защитата на личните данни. Също, ако външният достъп до сметките се стандартизира и автоматизира, е възможно да се стига до ситуации, при които на клиентите ще се предлага лесно депозитен (лихвен) арбитраж. От гледна точка на банките това ще предполага повече волатилност и несигурност в пасивната страна на техните баланси.

Второ, налице са големи очаквания по отношение на оценяването на кредитния риск с помощта на новите технологии и особено с приложения, базирани на изкуствен интелект. По дефиниция изкуственият интелект работи с минали наблюдения и вече реализиран опит. Това означава, че независимо от процеса на „учене“ от собствения опит, няма как да бъдат предвидени бъдещи ситуации на реализиран кредитен риск, породен от обстоятелства, които не са се случвали в миналото. С други думи, кредитните оценки, базирани на изкуствен интелект, ще бъдат проциклични – когато досегашната среда е благоприятна, оценките ще бъдат благоприятни, и об-

том 5, брой 1, ноември 2019

ратното. Това ще подценява кредитния риск и ще води до негативни последици в случай на структурни промени или обръщане на цикъла.

На фона на казаното дотук бихме могли да заключим, че FinTech компаниите предлагат комбинация от финансови и технологични услуги в сферата на разплащанията, паричните преводи, кредитирането, peer-to-peer финансирането, застраховането, управлението на личните финанси и други. През последните години решенията на тези компаниите набират все по – голяма популярност и преоформят лицето на финансовата индустрия със своята бързина и конкурентни цени. Те изграждат напълно нова визия за финансовия свят след глобалната икономическа криза през 2008г. Положителното влияние, което оказват на бизнеса и иновациите, променя начина, по който потребителите управляват финансите си, а именно те са най-облагодетелствани от бързото развитие на FinTech индустрията.

2. FinTech компаниите – предизвикателство или шанс за банките?

В глобален мащаб банковото дело е изключително развито и всеобхватно. В момента в света съществуват стотици банкови институции, които се стремят чрез откриване на нови филиали в различни страни да обгърнат и подобрят банковото обслужване. През последните няколко години, и особено след приемането на страната ни в ЕС, част от банките в България бяха погълнати или закупени и с това спомогнаха за навлизането на чужди капитали на западни банки и консорциуми. Това доведе в значителна степен до парична експанзия и възможности за икономическа стимулация на стопанските субекти и структури от страна на банките.

Една от характерните особености на съвременното банково дело е изострянето на банковата конкуренция. Въпреки че банковото дело има вековна история истинска конкуренция между банките възниква едва в края на XIX в. Дотогава те са били сравнително малко на брой, банковият пазар е бил слабо наситен, което позволявало дадена банка да развива определена дейност, без да накърнява интересите на други банки. Преобладавали са предимно специализираните банки, които са обслужвали сравнително ограничен кръг от клиенти. Все още формите за безналични плащания не са били получили широко разпространение. Така всяка финансово-кредитна институция е притежавала свои сфери на влияние, без да се налага обезателно намеса в чужди сфери и интереси.

Изострянето на банковата конкуренция в началото на нашия век и особено през последните десетилетия е обективен процес. Банковата конкуренция обикновено се свързва както със съперничеството между банките на банковия пазар, така и FinTech компаниите. Банките виждат в лицето на тези компании най-силната конкурентна заплаха в сферата на интернет-разплащанията, следвани от мобилните разплащания, порталите за банкиране, социалните медии, картовите услуги и разплащания и т.н. Amazon например планува да „разруши“

платежната индустрия. Въпреки че дигиталните разплащания все още не са преобладаваща част от бизнеса на компанията за електронна търговия, тя значително разширява своето присъствие в тази сфера и е „готова за продължителен растеж“ (Aouad, 2017). Още с появата си, Fintech компаниите бързо набират скорост и привличат големи инвестиции.

Морето от възможности, които предлагат, поставя големи предизвикателства пред традиционната банкова индустрия. FinTech компаниите запълват „празнините“ между съществуващите финансови институции, предлагайки евтини, модерни и високоефективни решения (Dunkley, 2016). С други думи, те предлагат на клиентите бързо да изпълняват финансовите си операции с минимални ресурси, предлагайки същите услуги като банките, но на половин цена (Noonan, 2016). Новите участници на пазара биха могли да представляват най-голям риск дори за съществуващите предприятия, чиято цел е пазарът с ниски разходи (Arnold 2015). Освен това те осигуряват по-добро потребителско изживяване. Техните услуги са по-бързи и по-удобни за потребителите, което им позволява да проникнат на пазарите с висока скорост, особено за младите клиенти. Те предлагат гъвкавост и се справят с множество финансови продукти по електронен път на едно място, което е изключително атрактивна точка за продажба дори за най-традиционните клиенти (Wisniewski, 2016). Услугите, които предоставят банките отнемат време за обработка, а окончателните решения обикновено са неблагоприятни за клиентите.

Освен това банките са изградили солидна основа за дейността си с голям дневен трафик, което прави иновацията изключително труден процес. В някои случаи банките трябваше да разработват нови съвременни услуги, основани на наследената инфраструктура, чрез слабо интегриране на решения на трети страни. В допълнение към застаряващата инфраструктура, културната промяна е още по-сложен процес. Подобно на всяка форма на иновация, винаги е имало вътрешно съпротивление на промените, което в крайна сметка пречи на иновационния процес.

В случая с финансовия сектор промените често водят до неизбежно регулаторни санкции и бизнес загуби. Особено за големите банки повечето от техните бизнес процеси са стандартизирани, което ограничава тяхната гъвкавост и прави иновациите скъп процес. (Conrad, 2016). Макар FinTech да поставят предизвикателства и да трансформират бизнес моделите на традиционните доставчици на финансови услуги, все още е твърде рано да се прогнозира точно до какви промени ще доведат те. Много FinTech фирми са нови на пазара и функционират като новосъздадени предприятия. Тепърва предстои да се види дали тези компании ще растат и ще обхванат голям сегмент от финансовия сектор или ще заемат нишови позиции, като предоставят специализирани услуги на по-големи институции. Все повече големи традиционни банки инвестират във финансови иновации и създават звена за финансови технологии в своите организации.

том 5, брой 1, ноември 2019

Някои придобиват FinTech фирми – включително FinTech банки – или създават партньорства с FinTech компании, за да предоставят специализирани услуги.

Въпреки подобряването на производителността си в световен мащаб, банките не са достигнали FinTech подобренията. Потребителският опит доминира в решенията на клиентите за доставчиците на услуги, което още повече намалява предимството на традиционните банки за лоялни клиенти. Клиентите непрекъснато търсят нови, лесни за ползване доставчици на финансови услуги, предлагащи най-модерните технологии (Business Wire, 2016). Всички големи банкови транзакции все повече се дигитализират и доминиращите пазарни роли се изместват към електронните плащания, мобилните услуги и блокчейн технологиите. Въпреки това повечето банки са изправени пред проблема как да получат повече информация и как да реагират на ситуацията с дигитализацията, въпреки че се обръщат за помощ от големи консултантски организации, които също поемат значителни загуби от тази експлозия на Fintech (Skinner, 2015).

Не беше толкова отдавна времето, когато изглеждаше така, сякаш банките са на ръба на колапса. Не заради последиците от финансовата криза, а защото младите компании за финансови технологии, заплашваха да отнемат целия им бизнес. Макар че редица FinTech компании се намесиха сериозно във финансовата индустрия, много малко от тях днес са истински конкуренти на установените финансови институции. Вместо това от самото си начало те се позиционират като доставчици на услуги за банките - защото са просто по-добри, по-бързи и често по-евтини от традиционните кредитни институции, но при определени услуги. Те не искат да съперничат напълно на финансовите институции, а да им помогнат да задържат клиентите. Банките могат да загубят директния си контакт с клиентите. В бъдеще потребителите биха могли да получават финансови услуги чрез добре познатите платформи на технологичните компании. Последните биха били посредници, а банките само ще доставят избрани продукти.

Като правило бизнесът и потребителите искат техните банки да бъдат безопасни и консервативни, но те също искат да се движат с времето - това е нещо като парадокс. От гледна точка на банките има логика зад това очевидно противоречие. Ако една установена банка не се движи достатъчно бързо, тя оставя пропуски на пазара за появата на нов подход към услугите. Днес иновациите в технологиите пораждат добре финансирани предизвикатели в сферата на банкирането на дребно и търговските банки, които нямат преки разходи, предлагайки гъвкави и прозрачни услуги. Тези новодошли на пазара могат да предложат по-добри цени, по-ниски разходи, по-голяма прозрачност и анализ на данните.

От решаващо значение е липсата на регулиране, както по отношение на клиентите, така и по отношение на технологиите и собствеността. Как FinTech компанията се конкурират с установените банки? В действителност, банките са изправени пред труден избор: да победят

новоизгяващите финансови компании чрез въвеждането на иновативни продукти и услуги или да си партнират със съперниците? Обаче, и най-успешните FinTech фирми не заменят банките, а обслужват пазари, които са били недостатъчно обслужвани. Тези, които търсят лесно инвестиране, по-добър достъп до финансиране, подпомагане на малкия бизнес и превръщането на мобилните телефони в точки на продажба, са FinTech компанията, които имат най-високи оценки и най-голям успех. Никоя от тях обаче не е заменила банка. Те успяват, като се обръщат към области, където банките срещат трудности за обслужване поради разходи, риск или регулации. (Skinner, 2017).

Попаднали в светлината на регулирането и увеличаването на разходите, банковите институции губят голяма част от своите клиенти, най - вече младото поколение, заради по - ефективните финансови продукти и услуги, които предлагат FinTech компанията в ерата на дигитализацията. Банките все още наблюдават на продажбите, вместо да бъдат клиентско-ориентирани и мотивирани да се справят с наследените технологии и приложения. Банковите институции продължават да вярват в непревземемата природа на своя бизнес модел и че стратегиите, които следват, ще останат най-успешни. Фокусът на традиционните доставчици на финансови услуги обаче, трябва да е съсредоточен върху дигитализацията и сътрудничество с новоизгяващите компании.

Те обаче виждат FinTech компанията като противник, заради широката гама от функционалности, възможности и иновативни услуги, които предлагат. В сравнение с мобилните портфейли и приложенията за инвестиционно портфолио, навлизането на традиционни банки в цифровия свят изглежда бавно и тромаво, заради наследените бази от данни, информационни системи и приложения, които затрудняват изключително много въвеждането на иновации. Остарелите технологии освен, че пречат на разработването на нововъдения, водят до редица разходи – за персонал, за финансови ресурси, за управление и поддръжка на старите системи.

Съвременното мислене на масовата клиентела на кредитните институции подтикват класическите банки да гледат на FinTech не само като на конкуренти, но и като свои неизбежни партньори. Навлизането на все повече FinTech компании на пазара на банковите и финансови услуги провокира консервативната банкова система към плавно внедряване на все повече технологични иновации. FinTech компанията могат да променят пазара с динамиката и начина, по който подхождат към клиента. Те често са водещи в разработването на по-персонализирани и достъпни модели за взаимодействие с потребителите, но тези модели не са заплаха за банките. По-скоро днес самите банки се стремят да отворят системите си за партньорство с FinTech компанията.

Допълнителен стимул за фокуса върху иновациите се оказва и влизането в сила на директивата PSD2. Тя разрешава на клиентите, независимо дали са физически или юридически лица, да използват външни доставчици,

том 5, брой 1, ноември 2019

които да управляват транзакциите им. Банките обаче са задължени да предоставят на тези външни доставчици достъп до сметките на клиентите чрез отворени програмни интерфейси. Това позволява на трети страни да изградят финансови услуги над банковите данни и инфраструктура. В контекста на динамично развиващото се ежедневие, доминирано от онлайн комуникациите, банките са наясно с необходимостта от развитието на мобилните приложения за банкиране със скоростта на променящите се потребителски нагласи. На фона на бурния растеж и промяната на играчите банките и всички финансови институции ще трябва да сменят инструментите, с които правят бизнес, и да последват клиентите, които стават все по-взискателни. Това пък води до конкуренция с компании, които са изцяло базирани на дигитални технологии и иновативни начини на комуникация с клиентите.

Тъй като светът около нас се променя, същото се отнася и за поведението на потребителите. Удовлетворението на клиентите е ключов термин при измерването на това доколко банките отговарят или надвишават очакванията на клиентите (Thuli & Bharadwaj, 2009). Когато очакванията на клиентите са изпълнени, тяхното удовлетворение се увеличава и това е ключов фактор за повишаване на лоялността в клиентската база (Skinner 2014). Връзката на банката с нейните клиенти, лоялността и удовлетвореността са сред най-важните аспекти за банката да бъде печеливша. Клиентите са „кръвната линия“ на банката, тъй като те са тези, които водят бизнес с нея и ѝ носят приходи (Skinner, 2014). За дългосрочно оцеляване лоялността на клиентите е от съществено значение, тъй като лоялните клиенти се възползват от банката чрез многократни сделки. Без клиенти приходната линия на банката ще загине и оцеляването в дългосрочен план ще бъде трудно (Skinner, 2014). Поради това е важно банките да поддържат добри отношения с клиентите. Тяхната връзка се поддържа чрез взаимодействие между бизнеса и потребителя, при което банката предлага продукти и услугите, които клиентите искат.

Заклучение

“FinTech” се състои от всички финансови продукти и услуги, предоставяни на потребителите чрез иновативни и дигитални решения в областта на финансите, като мобилни плащания, P2P кредитиране, нови подходи за инвестиции и спестяване. Тези компании представляват огромна заплаха за установените традиционни финансови институции поради огромния им потенциал. Подобни развития постепенно променят перспективата за финансовите услуги на бъдещето. FinTech фирмите са привлекателни със своите технологични предимства, които се приспособяват по-бързо към непрекъснато променящите се нужди на потребителите, отколкото традиционните играчи. Много банки вече са стигнали до заключението, че финансовите иновации трябва да бъдат възприемани, а не отблъсквани и започват да правят крачки към симбиоза с младите компании.

Очакванията на потребителите се разрастват и има няколко линии, които се открояват. На първо място лоялността изчезва като значимост за бизнеса - с новите регулации ще става все по-лесно да сменяме банка или да превключваме на друга сметка, а функционалността ще е много по-важна от историята, която има дадената банка, или интериора на банковия клон. На следващо място идват скоростта и ефективността - клиентите имат все повече и повече информация, тя пристига до тях все по-бързо, така че те очакват и банката да изпълни плащанията/трансферите все по-бързо и по-бързо. Не на последно място, с възможността да сравняват услугите на различните доставчици и след като FinTech компаниите материализираха идеите си, потребителите вече знаят, че банките изостават в разработването на персонализирани продукти.

Потребителите са скептично настроени към традиционните банки и не желаят никакви видове кредити, но в същото време се доверяват повече на тях, отколкото на FinTechs. Това противоречие се дължи на факта, че тези младите компании тепърва се утвърждават на пазара, а клиентите са свикнали да се доверяват на консервативните банкови институции. Обаче, ние живеем в свят, в който дигитализацията е движещата сила на всички бизнес процеси. Финансовите институции заемат централна роля в икономиката и затова трябва да вървят с темпото на промяната за да могат да отговорят адекватно и подобаващо на непрекъснато изменящите се клиентски потребности.

Хората би трябвало да бъдат по-отворени за промяна, защото FinTech компаниите също са строго регулирани и прилагат политики за превенция срещу изпирането на пари, както всички финансови институции. Тези технологични гиганти предлагат изключителна гама от иновативни възможности, но ние, потребителите, трябва да им дадем шанс да се докажат.

И така, взаимодействието между промяната на средата и нагласите на хората, води до появата и бурното развитие на FinTech и днес вече е ясно, че тази вълна коренно променя финансовия сектор. За нас като потребители ще се промени начинът, по който получаваме и използваме финансови услуги. Той ще промени и бизнес моделите на традиционните участници на финансовите пазари – банки, застрахователи, дружества за управление на активи. Как ще се развият нещата напред е трудно да се каже, защото това зависи от много фактори – дали потребителите ще са склонни да се доверят на новите играчи на пазара, дали държавата ще създаде необходимите стимули за развитие или поне няма да пречи, какъв ще бъде подходът на регулаторите и така нататък. Въпреки това, положителната тенденция на развитие на финансовите услуги ни позволява да обобщим, че FinTech компаниите са новите “банки” на бъдещето.

¹ Вачков, Ст. Иновациите – новата нормалност в банкирането, Наука и икономика, Варна, 2015.

том 5, брой 1, ноември 2019

- ² Aouad, A. (2017). Amazon has big plans to disrupt the payments industry, Business Insider, http://www.businessinsider.com/amazon-has-big-plans-to-disrupt-the-payments-industry-2017-7?IR=T&utm_source=Triggermail&utm_medium=email&utm_campaign=BI%20Weekender%20BI%20Daily%207.29.2017&utm_term=BI%20Intelligence%20Daily%20-%20Engaged%2C%20Active%2C%20Passive%2C%20Disengaged – 05.05.2019.
- ³ Arnold, M. 2015. Investors flock to financial tech groups. Financial Times Limited. London (UK) – 02.04.2019.
- ⁴ Business Wire. 2016. The Fintech Threat is Real: 28 Million Households are Ready to Move to a More Innovative Bank 2016, New York.
- ⁵ Conrad, F. 2016, Finextra, Is fintech really a big threat to traditional banking?, <https://www.finextra.com/blogposting/12810/is-fintech-really-a-big-threat-to-traditional-banking>.
- ⁶ Dunkley, E., 2016, Fintech start-ups put banks under pressure, Financial Times Limited – 02.04.2019.
- ⁷ Kuznetsov, N., Entrepreneur, 7 Things to Consider Before Launching a Fintech Startup, 2017, <https://www.entrepreneur.com/article/293894> - 13.03.2019.
- ⁸ Noonan, L. 2016. Big banks miss out on fintech investment opportunities. Financial Times Limited – 02.04.2019.
- ¹⁰ Skinner, Ch. (2014) Digital bank: Strategies to launch or become a digital bank. Singapore: Marshall Cavendish International (Asia) Pte. Skinner, Ch. 2015., Does anyone really think banks aren't aware of the fintech challenge?, Banknxt, <https://banknxt.com/52664/fintech-banking-challenge/> - 02.04.2019.
- ¹¹ Skinner, Ch. 2017, The Finanser, Why FinTech start-ups think they can beat the banks, <https://thefinanser.com/2017/07/fintech-start-ups-think-can-beat-banks.html/> - 05.04.2019
- ¹² The revised Payment Services Directive - PSD2, 2018.
- ¹³ Thuli, K. & Bharadwaj, S. (2009) Customer Satisfaction and Stock Return Risk. Journal of Marketing, vol. 73, iss. 6, pp. 184-197.
- ¹⁴ Wisniewski, M. 2016 Fintechs Team Up to Become More Band-like, American Banker. Business, Source Complete, EBSCOhost, Vol. 180, Issue 216.

Ярослав Девицкий

Състояние на застрахователния сектор в РБ - тенденции, проблеми, възможности за развитие

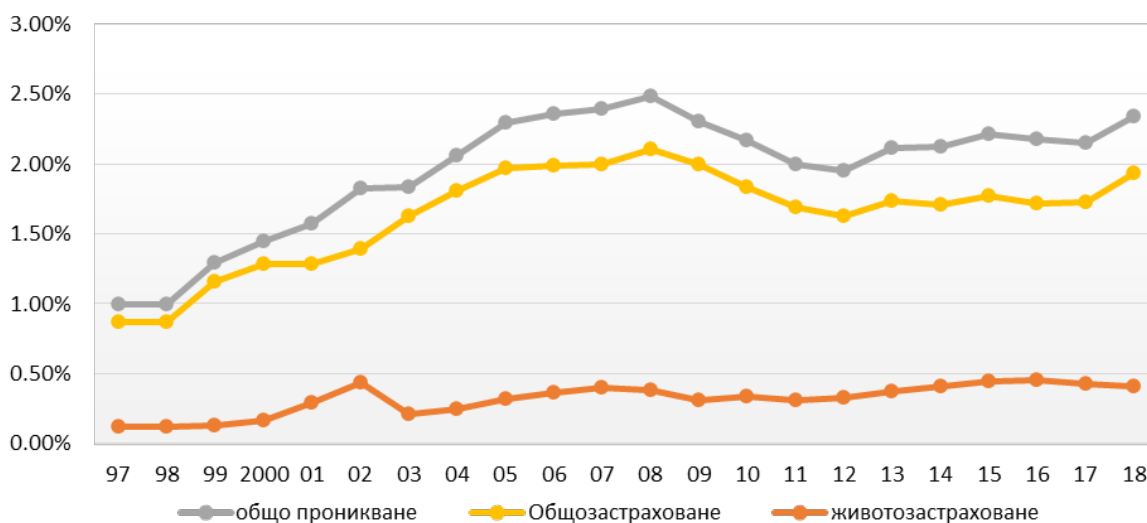
Ярослав Девицкий е роден в град Владивосток, Русия. Завършва средното си образование в Частна търговска гимназия в град Варна със специализация „Банково дело“. Кандидатства в Икономически университет – Варна и е приет в специалност „Финанси“, ОКС „Бакалавър“ на първо желание. Понастоящем е студент в 4 курс, като в настоящата статия представя основните тези от бакалавърската си дипломна работа. Изследователските му интереси са в областта на корпоративните финанси, риск мениджмънта и финансовия анализ. За контакт с автора: yardv@inbox.ru.

Въведение

Застраховането е част от финансовата сфера, която предоставя специфичен вид услуги, а именно изглаждане на рисковете, съпътстващи дейността на икономическите субекти. За тази цел застрахователните компании формират застрахователен фонд за покриване на евентуални щети от негативни по отношение на имуществото или състоянието на застрахованото лице. Също така компании от дадена сфера изпълняват и инвестиционна функция, което се явява неделима част от развитието на една държава. Затова застрахователната дейност зависи от състоянието на икономиката на една страна, но може и да влияе върху нейното развитие. Ако застраховането не съществуваше, то финансовото отегчение в резултат на негативни събития би следвало да бъде изцяло възложено на държавата, която е заинтересована от състоянието на вътрешната конюнктура и нормалното протичане на вътрешноикономическите процеси. Затова съществуващата система на комерсиално и взаимно застраховане освобождава държавата от значителни разходи.

Целта на реферата е да се изследва застрахователната сфера в България, с което да се открият важни детерминанти на развитието ѝ. Като цяло застраховането в Бъл-

гария все още няма дългогодишна практика в условията на пазарната икономика заради държавната монополизация на тази сфера до 1989 година и последващия хаос заради липса на регламентираност до 1996 година. Ето защо населението все още няма развита застрахователна култура, в резултат на което основният дял от пазара заема задължителното осигуряване. И това „дава отражение на българина да гледа на застраховането като на данък“.¹ Въпреки това, съвременните тенденции постепенно проникват на българския пазар. Лесният достъп до информация за застрахователните продукти, рекламната активност на застрахователи и застрахователни посредници, възможностите за данъчни облекчения при някои видове застраховки създават предпоставка за информираност и интерес на потенциални потребители за този вид услуга. Но също така застрахователната сфера е много чувствителна спрямо нагласи и доверие. Затова фалитът на застрахователната компания „Олимпик“ през 2018 г. подстави под напрежение и без това неукрепналото отношение на клиентите към този финансов сектор в България.



Фиг. 1. Застрахователно проникване за периода 1997 – 2018 г.

Източник: Собствени изчисления по данни от КФН, <https://www.fsc.bg/bg/podnadzorni-litsa/statistika/>

том 5, брой 1, ноември 2019

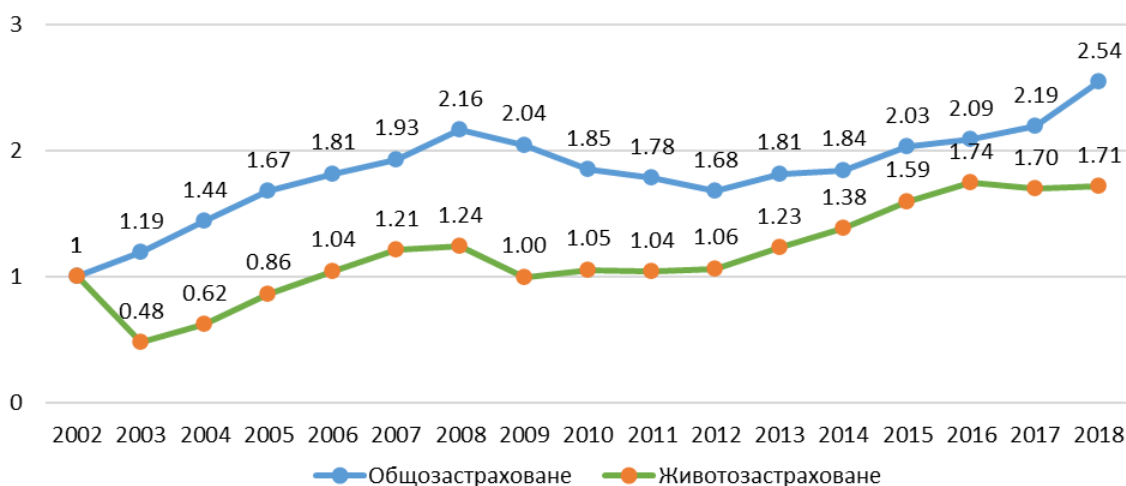
1. Анализ на състоянието на застрахователния пазар в България

Един от основните показатели за оценка на развитието на застрахователния пазар се явява застрахователното проникване, което се изчислява като съотношение между брутен премиен приход на застрахователните компании и брутен вътрешен продукт на страната. От графиката за застрахователното проникване се забелязва, че по този показател се наблюдава нарастване от 1997 до 2008 г., когато достига 2,5% от БВП. След кризата има очакван спад заради влошаване на общото икономическо състояние на страната (фиг. 1).

След 2012 г. застрахователното проникване отново започва да се повишава с тенденция за нарастване и след 2018 г. Все още не е достигнато нивото от 2008 г. Живо-

застраховането показва по-слаби промени като през периода от 1997-2018 г. така и не надминава 0,5% от БВП. Затова движението на кривата на общото пазарното застрахователно проникване се дължи основно на промени в общозастрахователния пазар. Но само по този показател не може да се твърди еднозначно дали това се отразява негативно върху сферата на застраховането.

За допълнителна оценка събраните премии през годините са коригирани с инфлацията, след което е изчислен коефициентът на растежа спрямо 2002 г. Визуално и аналитично се отбелязва растеж на събираемостта на премии и при двете сфери преди и след спада вследствие на икономическата криза. Бруто събраните премии в общозастраховането са нараснали 2,54 пъти, а в живото-застраховането с 1,71 през целия период (фиг. 2).



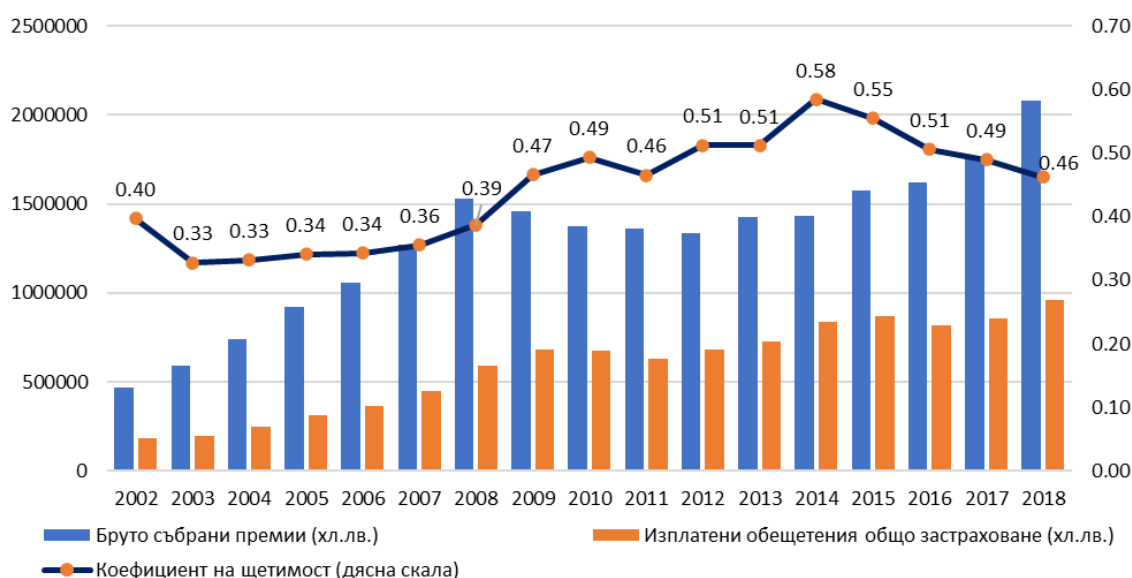
Фиг. 2. Темп на растеж на брутните премиини приходи на база 2002 г.

Източник: Собствени изчисления по данни от КФН, <https://www.fsc.bg/bg/podnadzorni-litsa/statistika/>

До момента е разгледана само приходната страна. Един от важните показатели за разходната структура на застрахователите е *брутният коефициент на щетимост*, отразяващ съотношението между сумата на изплатените обезщетения към сумата на бруто събраните премии. Направените изчисления показват, че от 2003 до 2007 г. събираемостта на премиите и изплащането на обезщетенията се покачва с почти еднакъв темп, което запазва коефициента на щетимост на ниво около 0,35. След 2008 г. заради влошаване на икономическото състояние на държавата поради световната криза спада обемът на събраните премии, което негативно се отразява върху коефициента и той да нараства от 0,39 до 0,58 през 2014 г. Но след това има тенденция на спад до 2018 г. вкл., когато се фиксира върху стойността 0,46 (фиг. 3). Следното движение на коефициента би могло да означа-

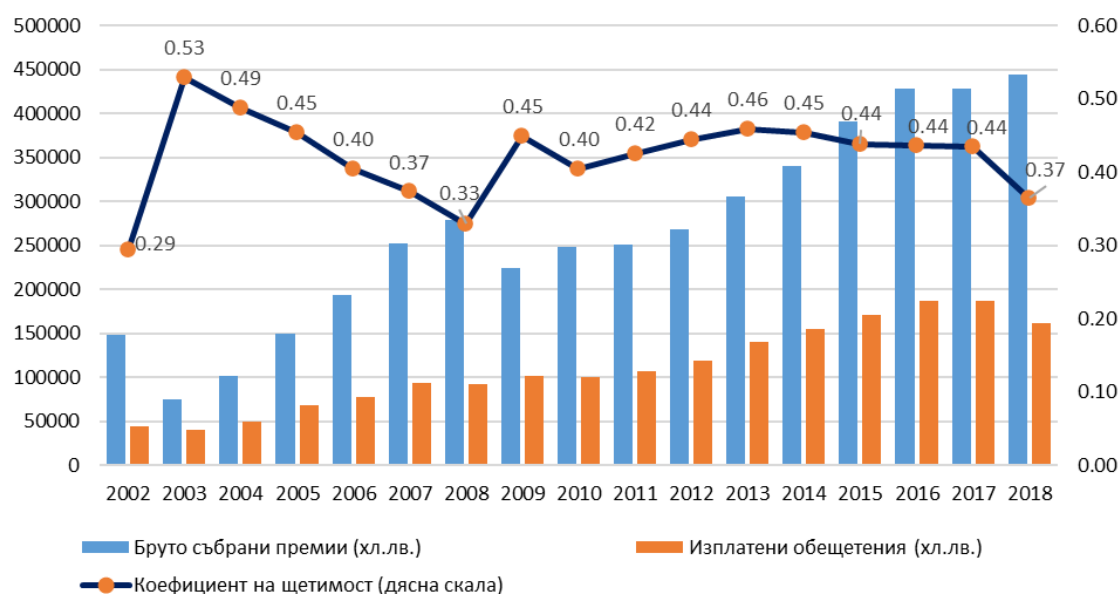
ва, че темповете на растеж на събраните премии изпреварват тези на изплатените обезщетения, което води до подобряване на финансовото състояние в сферата.

В животозастраховането се наблюдава драстичен спад в щетимостта от 2003 до 2005 г. от 0,53 до 0,33 (виж фиг. 4). След това се отчита сходната промяна и при общозастраховането, но покачването на коефициента е позитивно и той не надвишава значението от 0,46 в следкризисния период. През миналата година отчита подобър резултат от 0,37 в сравнение с 0,46 при общозастраховане. Върху това, разбира се, може да влияе ефектът на обема, защото събраните премии от общозастрахователния пазар е над 4 пъти повече в сравнение с живото-застраховането. Но така или иначе се отбелязва положителна тенденция за подобряване на доходно-разходната структура.



Фиг. 3. Данни за общозастрахователния пазар в България

Източник: Собствени изчисления по данни от КФН, <https://www.fsc.bg/bg/podnadzorni-litsa/statistika/>



Фиг. 4. Данни за животозастрахователния пазар в България

Източник: Собствени изчисления по данни от КФН, <https://www.fsc.bg/bg/podnadzorni-litsa/statistika/>

2. Статистически анализ относно макроикономическите показатели

Тъй като първоначалните данни са представени във вида на динамични редове, са извършени допълнителни корекции. Първо са изчислени верижни темпове на растеж спрямо предходната година, за да се премахне влиянието на тренда, и после са логаритмувани с цел регресионният коефициент да изразява коефициента на еластичност в проценти. На регресионния анализ спрямо *БВП, кредитиране на физически лица, доход на лице* са подложени отделно двата сектора на общо- и животозастраховане.

При анализа на общозастрахователния пазар се проявява висока еластичност на промяна в показателя бруто събрани премии спрямо растежа на БВП, което е изразено чрез регресионния коефициент, равен на 1,1421 (табл. 1). Заради начина на обработка на данни той се разчита по следния начин: 1% промяна в брутния вътрешен продукт ще води до изменение на бруто събрани премии с 1,14%. При това коефициентът на детерминация е равен на 0,3052, което означава, че 30,52 процента от изменението на зависимата променлива се дължи на промяна на независимата променлива. Коефициентът е относително нисък, но това може да се обясни с комплексност на използването на БВП като фактор.

Таблица 1

Регресионен анализ на събраните брутни премии в общозастраховане

Показатели	Фактори	БВП	Кредитиране на домакинства	Брутен общ доход на лице
Коефициент на корелация		0,5525	0,7554	0,4927
Коефициент на детерминация		0,3052	0,5706	0,2428
Статистическа значимост на модела според F-критерия		83,469	14,615	4,8090
Регресионен коефициент (LnGDP)		11,421	0,4703	0,6688
Статистическа значимост на коефициента (p-value<0,05)		0,0094	0,0028	0,0445

Друг фактор, представляващ интерес за изследването, е *кредитирането на физически лица*, изразен чрез обема на предоставени кредити. Анализът на този фактор цели да се изучи взаимовръзката между пазара на застраховането и банковия сектор. Според получените данни се наблюдава относително висок коефициент на детерминация, равен на 0,57, но регресионният коефициент изразява слаба еластичност на промяна в бруто събрани премии спрямо изменението в обема на кредити на физически лица и е равен на 0,47. Но ниската еластичност спрямо банковия сектор не може да се възприема негативно, защото застраховките се предлагат като допълнителен продукт към кредити и само по себе си наличието на висока корелационна връзка от 0,76 между двете величини предоставя добра възможност за развитие в България на така нареченото Bancassurance (банково застраховане) (табл. 1).²

И третият анализиран фактор е *брутният общ доход на лице*. От таблицата с резултати от регресионния анализ преди всичко се забелязва ниското значение на коефициента на детерминация от 0,2428 (виж табл. 1). Имайки предвид, че основният дял от имущественото застраховане заема задължителната застраховка „Гражданска отговорност на автомобилистите“, регресионният анализ потвърждава, че доходите на населението имат слабо пряко отношение към повишаването на обема на събрани премии. Но от друга страна статистическата значимост на модела и на регресионния коефициент е в приемливи рамки, но все пак е ниска, което означава, че са необходими повече данни за по-точна оценка.

При животозастраховането са извършени аналогични преобразования на данни за анализа. При влиянието на растежа на БВП върху показателя на *бруто събрани премии* в тази сфера на застраховането се наблюдава много висок коефициент на еластичност, равен на 2,4890. Но заради ниския коефициент на детерминация и ниско значение на статистическата значимост на модела не може да се направи еднозначен извод за взаимовръзката на изследваните показатели. Даже ако полученият регресионен коефициент е статистически значим, направеният в това изложение анализ на застрахователното проникване показва, че през годините БВП и бруто събраните премии в животозастраховането имат еднакъв темп на растеж, което създава логически конфликт.

Относно влиянието на *кредитирането на физически лица и брутния общ доход на лице* върху обема на събрани премии в животозастрахователния сектор се наблюдава липса на статистическа значимост на модела. Това означава, че данните от разгледания период не са достатъчни, за да се направи оценка на взаимовръзката между тези показатели. Върху това може да влияе и малък обем на животозастраховането в сравнение с общозастраховането и оттам незначителните промени на този етап не могат да бъдат анализирани.

3. Промени и иновации в сферата на застраховането

Системата „Бонус-Малус“ е една от промените, която от дълго време се обсъжда в информационното пространство и се подлага на многостранни оценки за приложимост и ефективност на българския пазар. Тя се прилага основно за задължителните застраховки „Гражданска отговорност“ (ГО) и представлява една скала, според която се коригира стойността на заплащаните премии спрямо рисковото поведение на застрахованото лице. Тоест при безрисковото управление на моторно-превозно средство с годините се натрупват „бонус“ точки, които намаляват дължимата премия през следващата година, като застрахователните събития по вина на застрахованото лице я увеличават. Основната цел на тази система е да се засили стимулт на шофьорите за безопасно поведение на пътя, което би намалило същевременно разходите на застрахователните компании за обезщетения, рисковата структура по тази задължителната застраховка, но и би дало възможност за намаляване на нейната цена като ефектът може да се прояви в две противоположни направления. Първият е намаление на брутната сума на събраните премии, а вторият е възможно увеличение на допълнителни застраховки от спестените средства.

През 2018 г. Комисията за финансов надзор е предложила за обсъждане тази система. Предложеният вариант включва седем класа „бонус“ (надолу) и дванадесет класа „Малус“ (нагоре), като с въвеждането на системата всички застраховани лица автоматично се причисляват към базовата осма категория. Но възниква проблем при определянето на функционалната рамка, защото застраховката „ГО“ се извършва за автомобил, което прави натрупаните точки наследявани при неговата покупка

том 5, брой 1, ноември 2019

или продажба. И като цяло това създава трудности при определянето на лице, за което в резултата ще бъде приложено увеличението или намалението на премии. Ако в случая с частно ползване на транспортното средство виновното лице може да бъде собственик и да носи отговорност при предаването му на трети лица, то при спедиционни компании ситуацията става по-комплексна. От една страна не е логично системата „Бонус-Малус“ да бъде приложена към самата компания-собственик на транспортните средства, защото вината за транспортното произшествие лежи върху шофьора, който при уволнение и смяна на работодателя би останал „чист“ спрямо системата. А прилагането само спрямо „качествата“ на застрахованото юридическо лице би създавало изкривявания при изчисляването на премията, защото критериите се отнасят не само за лицето, но и за характеристиките на автомобила.

Затова системата „Бонус-Малус“ изисква много задълбочена преработка и същевременно засилване на комуникацията между застрахователните компании и пътната полиция, както и изграждане на абсолютна нова база данни и система. Моята визия за тази система е изчисляването на застрахователната премия да се раздели на две части. Едната част да се отнася само за характеристиките на автомобила, а другата част да се формира от рисковата оценка на собственика на превозното средство, получена по система за критерии спрямо нарушенията, отчетени в базата данни на пътната полиция. Всяко правонарушение да има различно тегло за увеличаването на премията (например незакачен колан на виновното лице няма пряко да повиши щетите на трети лица). За тази цел застрахователите трябва да получат достъп до базата данни на пътната полиция и всяко правонарушение да се отчита както за собственика, така и за виновното лице, управлявало автомобила с позволение на собственика. По този начин ще се отдели личната отговорност от характеристиките на транспортното средство и ще се премахне обвързаността на натрупаните точки с автомобила. Само ако автомобилът е собственост на компанията и е използван по предназначение, то точки за нарушението следва да бъдат разпределяни в пропорция, като по-голямата част се зачислява в „профила“ на виновното лице, а останалото - на фирмата. Трябва да има възможности за приложението на франшиза, при която малки щети да могат да бъдат покрити по желание на виновното лице, без това да трупва „Малус“ точки.

Друго направление за промяна е процесът на дигитализацията и развитието на концепцията на така наречените „големи данни“ („Big Data“). Те постепенно обхващат финансовия сектор в различни страни и създават предпоставка за нова стъпка в неговото информационно развитие, в това число и застрахователния бизнес. Една от насоките е въвеждането на телематически уредби във всеки автомобил, които да събират детайлни данни за начина и времетраенето на използване на транспортното средство. Това би помогнало застрахователните премии и рискове да се изчисляват с по-висока прецизност и

точност. Но това би могло да се посрещне негативно в аспекта на личната информация и усещане на постоянно проследяване, както и да се появи въпросът, кой ще поеме допълнителните разходи за тези уредби, изграждането на изчислителна система и дали тези разходи ще бъдат рентабилни.

Друго направление е онлайн-застраховането. Неговото развитие би намалило оперативните разходи на застрахователите и увеличило качеството на обслужване, предоставяйки от друга страна на клиенти отстъпки при използването на тази услуга и спестяване на потенциалните им разходи като време, за да стигнат до офиса на застрахователя. Разбира се, това не е приложимо за всеки тип застрахователна услуга, а по-скоро за масовите като «Гражданска Отговорност на автомобилистите», когато не се изискват допълнителни индивидуални оценки на потребителя. Същото се отнася и за застраховки в бизнеса, свързани със специфични рискове и големи застрахователни суми. При възможности и изгоди същевременно се появяват и трудности. От една страна са потребителите, които нямат компютърна грамотност и изпитват трудности при използването на интернет-услуги, както и не се доверяват на споделяне на лична информация или препращане на документи чрез интернет-мрежата заради обективни рискове за хакинг атаки. Но новото поколение все повече обръща внимание дали една услуга може да се извърши онлайн и при възможност биха предпочели този вариант. За момента това касае всички сфери в България - от обикновени разплащания в магазина до заплащане на данъци. Въпреки очевидната изгода под формата за отстъпки и улеснение на разплащания, България все още не може да се похвали с високо ниво на дигитализация в тази сфера. От друга страна са високите разходи за изграждане на дигитална система, нейната поддръжка и усъвършенстване. Обработката на голям масив от данни и стабилността на цялата система изисква голям финансов и човешки ресурс, който може и да не е на лице в България. При това възниква въпросът, дали направените разходи ще бъдат рентабилни на този етап на развитието на българската икономика и дали това драстично ще подобри финансовото положение на застрахователната сфера.

Направеният анализ във втората част на даденото изложение показва основни зависимости между брутни събрани премии от застрахователи и икономически фактори в страната. Тъй като застраховането не е самостоятелна сфера, а е обвързана с активността на икономическите субекти и развитието на страната, бихме могли да очакваме растеж и в последващите години според положителните тенденции, прегледани във втората част на този реферат. Много важен фактор, който остана извън анализа, е печалбите на предприятията от бранша. Не е случайно, тъй като печалбата в счетоводните отчети може да не съответства на реалната икономическа печалба и в процеса на сбора на данните да си проличи, че през някои години има стръмни покачвания и спадания. При животозастраховането на ЗПАД „ДЗИ“ например през

том 5, брой 1, ноември 2019

2006 година е било отчетено 162 милиона лева печалба. Последната никога повече не се е повторила и при което втора по този показател фирма отчита само 5,13 млн. лева. Ефекти като този трябва да се подложат на позадълбочен анализ, за да се изгледят нетипични за пазара движения, за да се определи основния тренд на фирмите-ядро за този пазар.

Друг много важен фактор за развитие е повишаването на информираността на населението за застрахователни продукти, както и доверието им към тази сфера. Това може да се постигне с подобряване на професионалната етика както вътре в фирмите-застрахователи, така и в сферата на застрахователното посредничество, като на клиенти се предоставя пълна и точна информация по подходящ начин. Това означава клиентите да разбират същността на направената застраховка, бъдещите ползи от нея, и по този начин да се елиминира ефектът на „изкривената несправедливост“ при настъпване на застрахователно събитие. При нея застрахованите лица нямат доверие към застрахователите и с всички средства се опитват по незаконен начин да се обогатят от сключената застраховка. А когато не получават обезщетението, „нечестната“ страна остава застрахователната компания, придобивайки лоша репутация. Затова промените в този поведенчески аспект са въпрос на време и повишаване на застрахователната култура на населението. Тогава застраховките ще се възприемат като едно доброволно и осъзнато благо, ще се купуват с вътрешна потребност, а не само наложително от закона.

Заклучение

Застрахователната сфера в България изисква още дълго време за усъвършенстване в комбинация с цялостното развитие на страната, повишаване на приходите, реалното благосъстояние на населението, индустриалната и търговската активност. Проведеният сравнителен анализ показва, че сферата на общозастраховане се развива с високи темпове и показва потенциал и за по-нататъшно развитие. Животозастраховането не може да се похва-

ли със същите резултати, но така или иначе се наблюдават положителни тенденции като увеличаване на събраните премии и понижаващия се коефициент на щетимост. Но главният потенциал на застраховането в България се заключава във факта, че основният дял заемат задължителните застраховки. Истинското развитие ще започне тогава, когато сферата ще излезе от тази рамка и ще започне развитието на доброволно застраховане.

Същевременно с това застраховането е изправено пред предизвикателства на съвременното, променящо се свят, като не трябва да изостава в сферата на иновациите и да се адаптира към промените. А от другата страна обвързаността на застрахователния сектор с икономически и социални фактори създава предпоставки за ограниченост на решенията и промените в сферата. Освен това и законовата рамка за рентабилност и управление на риска и създаване на резерви ограничават инвестиционната дейност, а оттам и част от приходите. Затова застрахователните компании трябва да насочат усилията си към „входящия“ поток, подобрявайки клиентското обслужване и визията си. Също така трябва да се прекъсне взаимното недоверие между застрахователи и застраховани лица. Застрахователите да не се опитват с всички средства да възпрепятстват изплащането на застрахователното обезщетение, а да съблюдават установените правила и закони, които много често не са ясни за потребители на застрахователните услуги. Те не са данъчните служби, а отделна финансова сфера, която по силата на закона получи дадена визия. Това трябва да се разбере от населението и да се развива застрахователната култура във времето чрез изграждане на привлекателна за клиента среда. Но важен е и въпросът, колко бързо се забравят договорките и злоупотребите от фирми-застрахователи и дали няма да се повтарят отново, защото доверието на населението е много важен и същевременно трудно измерим фактор. С увеличаване на доверието ще изчезне и желанието за измами и нежелателни практики от страна на клиенти.

¹ Тасев, А. Застраховане - теория и застрахователен пазар. София, 2006, с. 14.

² Киров, Ст. Bancassurance и дистрибуционната свобода на застрахователните компании. -В: Финансови измерения на икономическата свобода, Варна: Стено, 2009, с. 89-113.

том 5, брой 1, ноември 2019

Добрин Томов

Подценяване при IPO в България

Добрин Томов е студент в специалност „Корпоративни финанси“ в ИУ-Варна. Той завършва ОКС „бакалавър“, специалност „Финанси“ с отличен резултат, за което е удостоен със сребърни значки от катедра „Финанси“ и ИУ-Варна. Научните му интереси са в областта на капиталовите пазари и инвестициите. През 2019 година е член на отбора на ИУ-Варна, спечелил CFA Equity Research Challenge в България, което го отведе на ЕМЕА кръг, провел се в Цюрих, Швейцария. Участва в летните училища, организирани от фондация „Атанас Буров“, а за учебната 2019/2020 година е неин стипендиант. За контакти: dobrintomov8@gmail.com.

Подценяването е най-значимият „разход“ (макар и косвен) при IPO, то се явява пропусната възможност за корпорациите, понякога на стойност милиони лева на българския пазар, а на развитите дори и за милиарди. Това поставя въпроса – Каква е причината за подобна аномалия?

Въпреки че отмина времето на „големите предлагания“ в България, през последните години редица технологични компании се трансформират в публични дружества. През 2018 година бе осъществено второто по големина първично публично предлагане на БФБ. Тогава „Градус АД“ успя да набере близо 80 милиона лева. Този резултат свидетелства, че въпреки малкия и неразвит пазар, той е достатъчно зрял, за да подкрепи компании, които са достатъчно интересни и перспективни. През 2015 година първичното публично предлагане на „Сирма Груп Холдинг“ даде тласък на други технологични компании, като „Алтерко“, „Телелинк“ и инвестиционното дружество „Илевън Кепитъл“ да стъпят на Българска Фондова Борса.

В настоящата работа ще се разгледат две основни причини за подценяването – концентрацията на собствеността и пазарните несъвършенства/ниската ликвидност. Обект на анализ са 35 първични публични предлагания, в периода от 2004 до 2019 година. Въпреки че броят на наблюденията не е достатъчно голям, може да се приеме, че е формирана представителна извадка, на база на която да се направи общо заключение за размера на подценяването в България. За източник на данни за емисионните цени е използван сайтът на БФБ.¹ За пазарните цени през първата търговска сесия на емисиите е използвана ценовата статистика на investor.bg.² За да се определи размерът на подценяването при първично публично предлагане, е използвана дескриптивна статистика. Данните първоначално са преобразувани, за да изразят размера на подценяването в проценти, след което е приложен дескриптивният подход. Ограниченията на метода се изразяват в недостатъчния брой наблюдения, което рефлектира във висока статистическа грешка. Резултатите са представени на таблица 1.

Таблица 1

Резултати от проведения дескриптивен анализ на 35 IPO

Показатели	Стойности
Mean	35.04%
Standard Error	14.62%
Median	6.00%
Mode	16.98%
Standard Deviation	86.47%
Sample Variance	74.77%
Kurtosis	1196.02%
Skewness	346.63%
Range	415.38%
Minimum	-15.38%
Maximum	400.00%
Sum	1226.30%
Count	35
Confidence Level (95.0%)	0.2970

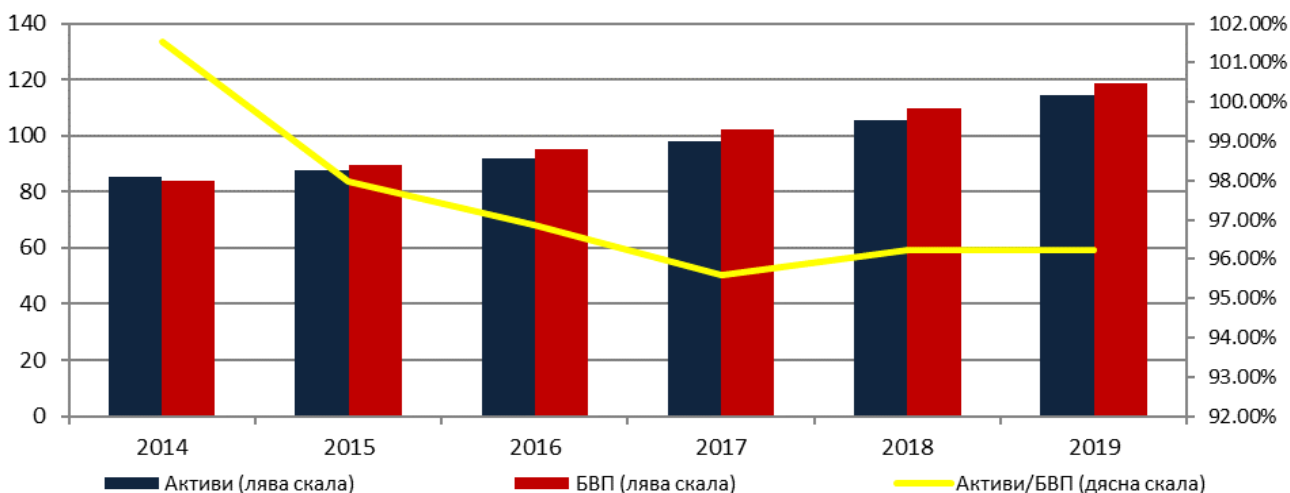
В резултат от направения анализ е установено средно подценяване от 35,04% (средноаритметична стойност). До голяма степен стойността се влияе от малко на брой, но значителни подценявания, като например тези на „Тексим Банк“ (400%) и „Трейс Груп“ (156,56%). Статисти-

ческата грешка от 14.62% се обяснява с малкия брой и голямата вариация на наблюденията. Поради голямата вариация в наблюденията се наблюдава значителна разлика в средноаритметичната и медианната стойности.

том 5, брой 1, ноември 2019

За да изяснят причините за подценяването при IPO, следва първо да се разгледат особеностите на българската финансова система. Характерно за България е банково-ориентираната финансова система като основна движеща сила и предпочитан външен източник на финансиране за бизнеса. Това е очаквано, предвид континенталния модел в Европа. Една от възможните причини е, че чрез банковото посредничество се елиминират в по-голяма степен пазарните дефекти, които са характерни за

капиталовите пазари (информационната асиметрия основно). Както ще се представи по-нататък, ролята на банковото посредничество в България е в пъти по-голяма от това на капиталовите пазари. За да се визуализира значимостта на банковото посредничество, са представени данни за динамиката на банковите активи към БВП от 2014 до 2019 (предварителни данни за БВП за 2019 година).



Фиг. 1. Банкови активи към БВП за периода 2014-2019 г. (данни в млрд. лева)
Източник: БНБ, НСИ.

На Фигура 1 се вижда ролята на банковото посредничество в икономиката. По данни на БНБ, активите на банките нарастват с постоянен темп от близо 5% годишно. През 2014 година, техният размер е бил 85 милиарда

лева, или 101% от БВП. Въпреки че нарастват, съотношението на активите към БВП намалява до 96% през 2019 година или 114 милиарда лева балансова стойност на активите.



Фиг. 2. Динамика на кредитите към нефинансови предприятия за периода 2014-2019 г. (в млрд. лева)
Източник: БНБ

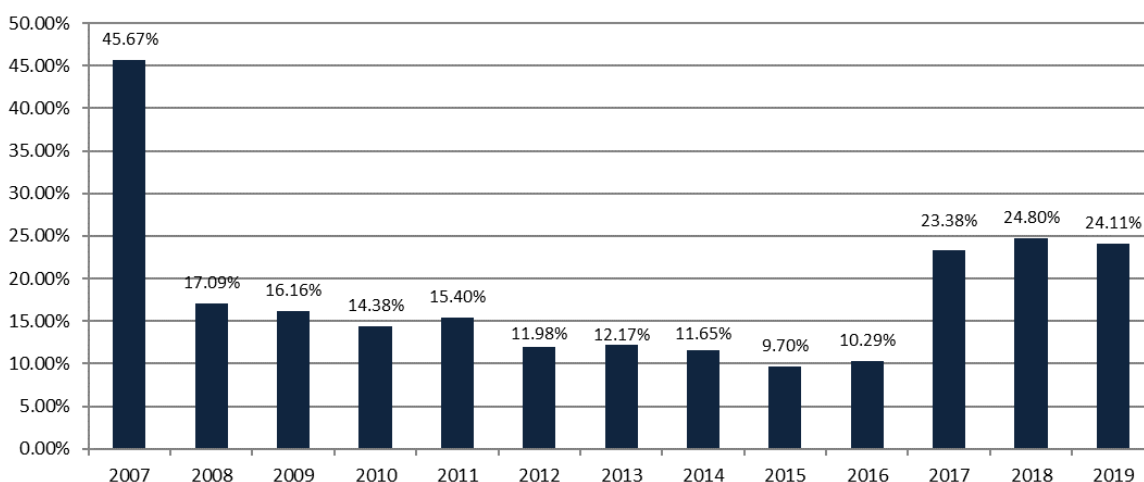
том 5, брой 1, ноември 2019

На Фигура 2 са представени данни за предоставените кредити към нефинансови предприятия. През 2014 година техният размер е бил малко над 35 милиарда лева. В периода 2014-2016 търсенето на кредити от бизнеса е във фаза на стагнация. Ясно може да се забележи тенденцията на леко нарастване на кредитирането след първото тримесечие на 2017 година

От двете фигури могат да се направят следните изводи – финансовата система на България е банково-ориентирана, което може да означава, че фирмите ще предпочитат да се финансират чрез кредит (когато се търси външен източник на финансиране), отколкото чрез емисия

акции на фондовия пазар. Това може да се аргументира с информационните предимства на банките, което ги прави по-гъвкав източник на финансов ресурс за компаниите. Друга възможна причина е, че собствениците на фирмите желаят да запазят контролното си участие, в резултат на което те ще предпочетат да се финансират чрез неразделена печалба и дълг.

Както вече стана ясно, българският капиталов пазар заема второстепенна роля във финансовата ни система. Това е отчасти обяснимо и с кратката история на фондовия пазар в България.



Фиг. 3. Пазарна капитализация на Българска Фондова Борса към БВП

Източник: БФБ

На Фигура 3 е представена ролята на капиталовия пазар в икономиката чрез съотношението на пазарна капитализация към БВП. От данните си проличава, че ролята на фондовия пазар е значително по-слаба в българската финансова система (приблизително четири пъти по-малък размер). С това може да се аргументира и ниският интерес от страна на фирмите да търсят финансиране чрез капиталовия пазар от една страна, а от друга – слабият инвеститорски интерес. По данни на БФБ, през 2019 година, общата пазарна капитализация е 24.11% от БВП.

За последните повече от десет години се наблюдава подчертано негативна тенденция на свиване на фондовия пазар в България. През 2007 година, той се намира в своя пик (45.67% пазарна капитализация към БВП), което стимулира редица корпорации да пристъпят към първично публично предлагане. Възможно е, именно точно преди глобалната финансова криза (2008-2009) са едни от най-големите първични публични предлагания – тези на „Първа Инвестиционна Банка“ (107 млн. лева), „Каолин“ (61,84 млн. лева), „Корпоративна Търговска Банка“

(58,5 млн. лева), „Енемона“ (33.6 млн. лв), „Монбат“ (32.76 млн. лв) и „Трейс Груп“ (22.1 млн. лв.). Именно през 2007 година, когато SOFIX регистрира най-високите си стойности, са осъществени най-много на брой предлагания – 11 (вж. таблица 2). Тенденцията след това е напълно противоположна. С настъпването на кризата отношението към риска се променя. В годините след 2009, броят на първичните публични предлагания значително намалява, като за 2010 и 2011 година не са осъществявани такива.

Възможна причина за подценяването при IPO на БФБ може да е и поради ниската ликвидност. Както може да се види от Фигура 4, активността на БФБ претърпява невероятен срив за последните повече от десет години. През 2007 година, оборотът е 28.67% от пазарната капитализация на БФБ, с което се характеризира периодът на „бум“ и притокът на инвестиции. След настъпване на кризата обаче, последва изключително голям спад в активността (6-7% от пазарната капитализация), а оттам до липса на какъвто и да е интерес от инвеститорите.

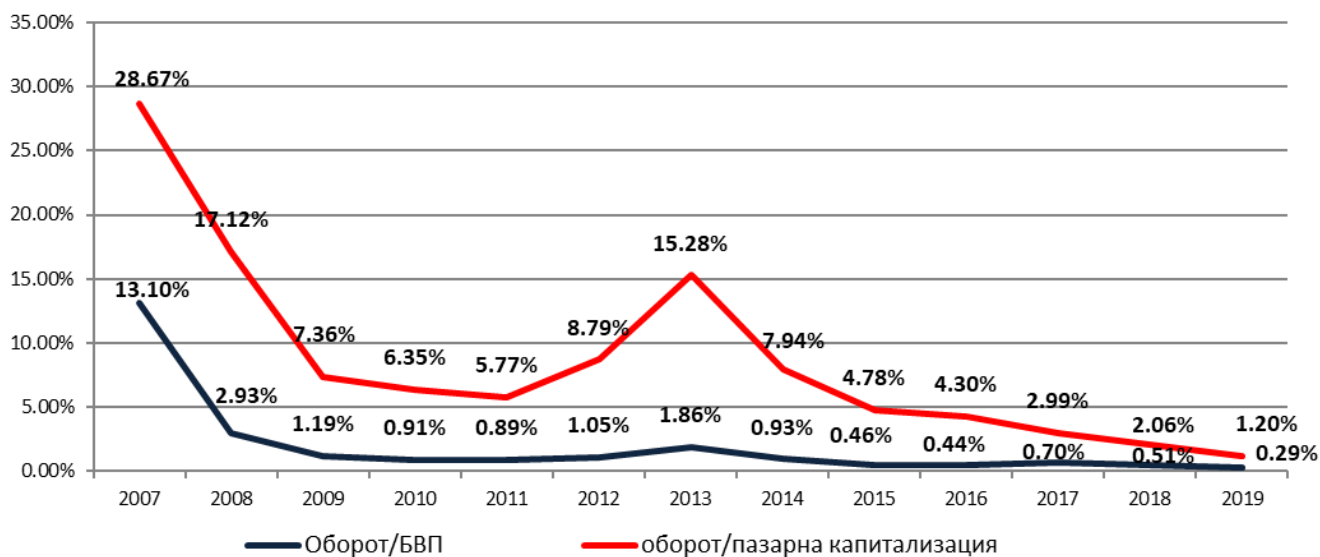
Таблица 2

Брой публични предлагания, равнище на SOFIX и средно подценяване

Година	Брой IPO	SOFIX	Средно подценяване
2004	2	625.31	11.10%
2005	3	825.53	28.40%
2006	4	1224.12	16.10%
2007	11	1767.88	28.70%
2008	3	358.66	-2.50%
2009	1	427.27	1.00%
2010	0	362.35	0.00%
2011	0	322.11	0.00%
2012	1	345.46	3.70%
2013	3	491.52	107.80%
2014	1	521.72	2.20%
2015	2	460.03	-1.20%
2016	2	587.96	0.00%
2017	0	677.45	0.00%
2018	2	595.65	200.80%
2019	0	570.19	0.00%

Ниската ликвидност на Българска Фондова Борса, може да се приеме и като контра аргумент за емисия на акции. В среда с ниска активност, за да бъде успешно едно публично предлагане, то емисионната цената следва да се предлага с отстъпка (поради неликвидност), което да повиши атрактивността и инвестиционния интерес. Също вероятна, но по-трудно доказуема причина за подценяването при IPO в България, която има отношение

към неликвидността на пазара, е и „тънката търговия“ на БФБ. Не е необичайно пазарни участници, които са записали акции от нова емисия акции, да продадат определена част от тях на по-висока/ниска цена от емисионната, през първата търговска сесия. Поради ниската ликвидност на БФБ, сделки на стойност няколко хиляди лева могат да доведат до сериозни колебания в цените на емисиите.



Фиг. 4. Съотношение на борсов оборот към БВП и пазарна капитализация на БФБ

Източник: БФБ и собствени изчисления

том 5, брой 1, ноември 2019

Характерно за компаниите, търгувани на БФБ, е ниската стойност на фрий флоут (свободно търгуеми акции). Обикновено, при първичните публични предлагания в България се предлагат миноритарни пакети акции, което да гарантира запазване на контролно участие на собствениците. Това се изразява във висока концентрация на собствеността на БФБ, което може да създаде конфликт на интереси между мажоритарни и миноритарни акционери.

Анализ на разпределението на собствеността на българските публични компании установява, че концентрацията на собствеността на местния пазар е висока, допълнително поради съществуването на методи чрез непрозрачни схеми за кръстосано акционерно участие, с което стойностите на концентрация значително превишават официално регистрираните. Причина за това е, че мажоритарните акционери не вярват на останалите, именно заради което те се стремят към мажоритарно участие. Друга причина за контролно участие е извличане на ползи от миноритарните акционери, поради възможностите за опортюнистично поведение.³ От гледна точка на моделите за оценка на публични компании, при подобна ситуация, инвеститорите следва да изискват отстъпка от цената (отстъпка, поради концентрация).⁴ При първично публично предлагане, това означава отстъпка от емисионната цена.

Подценяването при първично публично предлагане е феномен характерен за редица развити и развиващи се пазари. В този ред на мисли Българският фондов пазар не прави изключение. За периода от 2004-2019 г. са открити данни за 35 първични публични предлагания. На тяхна база може да се направи извод, че подценяване при IPO в България съществува – в размер от 35.04%. Сред възможните причини за подценяването при IPO в България са слабата роля на капиталовия пазар в икономиката, което индикира липса на инвестиционна атрактивност, ниската активност (ликвидност) и т.н. „тънка търговия“ на БФБ, а също така и липсата на доверие към дружествата от страна на инвеститорите, която е в резултат високата концентрация на собствеността в голяма част от дружествата.

¹ Статистика на Българска Фондова Борса. www.bse-sofia.bg/statistics, www.bse-sofia/news.

² Данни за пазарни цени през първа търговска сесия. www.investor.bg

³ Йорданов, Й. Свободата да инвестираме. -В: Вачков, Ст. и др. Финансови измерения на икономическата свобода. Варна: Стено, 2009.

⁴ Damodaran, A. The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex businesses, Pearson Education, 2010, ISBN 978-0-13-712689-7.

Победа в националния кръг на международното състезание CFA Research Challenge

Отборът на ИУ-Варна в състав Михаил Димитров, Добрин Томов и Соня Господинова – четвъртокурсници специалност “Финанси”, спечели националния кръг на престижното състезание за финансови аналитици - CFA Research Challenge. Компанията - обект на анализ, беше ИТ корпорацията “Сирма Груп Холдинг” АД. На 1 март 2019 година в град София възпитаниците на ИУ-Варна премериха сили с 10 отбора от 8 университета. Победата им осигури място в регионалния кръг за регион ЕМЕА, проведен в Цюрих, Швейцария там те представиха своята разработка заедно с представители на 42 държави пред международно жури от членове на CFA Institute. Участниците споделиха, че ключови за успеха им са добрата подготовка, която получават в ИУ-Варна, както и екипната работа при изготвяне на заданието. Публикуваме основните акценти от разработката на участниците, като обръщаме внимание на факта, че анализът не е препоръка за търговия и е актуален към 12.02.2019 г.:

Ключови моменти

1) “Сирма Груп Холдинг” ще бъде засегната от забавянето на глобалния икономически растеж – очакваме зависимостта на технологичния сектор от фазата на бизнес цикъла да забави растежа в сектора. МВФ и Световната банка вече намалиха прогнозите си за световната икономика, а фактори като “Брекзит” и търговската политика на САЩ засилват несигурността.

2) Въпреки забавянето, процесите на дигитализация ще продължат – забавянето на глобалната икономика ще отложи във времето част от проектите за дигитализиране, но цялостният тренд за ръст на технологичния сектор ще се запази, макар и с по-бавни темпове.

3) Подобряване на ефективността – ключов фактор за успеха – за да подобри представянето си, “Сирма Груп Холдинг” следва да обърне внимание на показателя разходи за научна и развойна дейност/продажби. Моментните му стойности са доста по-високи от средните за сектора, което дава индикации за относително по-ниска ефективност.

Описание на бизнеса

“Сирма Груп Холдинг” е най-голямата публична българска ИТ компания. За периода от основаването си през 1992 година до днес, се превръща в пазарен лидер в предлагането на разнообразни технологични решения за бизнеса с фокус върху изкуствения интелект. Групата включва над 20 компании, които предлагат услугите си на компании от финансовия сектор, здравеопазването, търговски вериги и др. Основния пазар е България с малко над 50% от приходите. Европа заема 27.6%, а Северна Америка 19.5%. През периода 2012-2017 година компанията бележи забележителния ръст на приходите от 24% на годишна база. За началото на 2019 година “Сирма Груп Холдинг” планира набиране на капитал в размер на до 40 милиона лева чрез емисия акции. Средствата за

това ще бъдат използвани за развитието на продуктовото портфолио и стратегически придобивания.

Преглед на индустрията и конкурентно позициониране

По данни на международната компания IDC, клонът с най-сериозен растеж в технологичния сектор се очаква да бъде изкуственият интелект с ръст от близо 40% на годишна база до 2021 година. Това би бил плюс за “Сирма Груп Холдинг” като компания, фокусираща се върху изкуствения интелект. Технологичният сектор е силно зависим от човешки капитал, което обуславя натиска на разходите за заплати през последните години, който ще се засилва и в бъдеще.

По данни на Българската асоциация на софтуерните компании (БАСКОМ) за периода 2012-2016 година, “Сирма Груп Холдинг” бележи ръст на приходите значително по-голям от средния за ИТ компаниите в България. Публичният статут на компанията ѝ дава допълнителна опция за набиране на капитал и има положителен репутационен ефект.

Финансов анализ

През последните години се наблюдава тенденция за понижаване на показателя разходи за заплати/продажби – от 55% през 2013 до едва 40% през 2017. На този фон разходи за външни услуги/продажби нараства за същия период от 24% на 40%. Това показва, че компанията разчита все повече на аутсорсинг, което носи някои рискове със себе си. Друг притеснителен факт се крие в съотношението на разходите за научноизследователска и развойна дейност към продажбите. При “Сирма Груп Холдинг” този показател е със стойности около 35% за последните 4 години, при средна стойност за технологичния сектор от едва 23%. Това показва относително по-ниска ефективност на компанията и пропуснати ползи за акционерите. Подобряването на въпросния показател е от ключово значение за повишаване на финансовите резултати на фирмата в бъдеще. По отношение на задлъжнялостта, компанията има съотношение дълг/собствен капитал от 24%, което, макар и ниско, се повишава през последните години. Вземанията на компанията са малко под 20% от продажбите, като се наблюдава лек спад през последните години.

Оценка

Оценката на компанията е формирана на базата на два метода – дисконтиране на паричните потоци и метод на дружествата – аналози. Първият получава тежест от 75%, а вторият 25%. Причината за това е липсата на еквивалентни ИТ компании на българския фондов пазар, което обуславя по-ниското тегло на този показател. При дисконтирането на паричните потоци, цената на капитала е определена чрез модела за оценка на капиталовите активи (МОКА), а дългосрочният темп на растеж - като претеглена стойност от дългосрочната прогноза за БВП на

том 5, брой 1, май 2019

регионите, в които “Сирма Груп Холдинг” оперира. За приложението на метода на дружествата – аналози са използвани публични ИТ компании от Източна Европа, основно Полша. Използвани са показателите цена/печалба, цена/балансова стойност, цена/продажби и стойност на фирмата/печалба преди данъци и амортизации.

Корпоративно управление

“Сирма Груп Холдинг” включва в себе си над 20 дъщерни компании, като процентът на собственост в тях варира между 50% и 100%. Главен изпълнителен директор на компанията е Цветан Алексиев, а председател на Борда на директорите – Георги Маринов. Всички членове на борда на директорите са от технологичния сектор, което индикира експертно познаване на бизнеса. Компа-

нията се одитира от местен одитор, различен от т.нар. “голяма четворка”. Фрий-флоутът на компанията е около 55%, като останалите 45% се държат от акционери с над 5% собственост. 95% от акциите са собственост на индивидуални инвеститори, а останалите 5% - на институционални. Общият брой на инвеститорите е малко над 1000.

Рискове

За анализ на рисковете, пред които е изправена “Сирма Груп Холдинг”, е използван методът картографиране на риска. Отделните рискове са разположени на матрица в зависимост от тяхната вероятност и значимост. Сред най-сериозните рискове са забавяне на глобалния икономически растеж, човешкият капитал, валутен риск (поради експозицията към пазари извън ЕС), операционен риск и др.

том 5, брой 1, май 2019

Национален конкурс за студентско есе:

Световната задлъжнялост – последици и перспективи

През 2018 г. се проведе поредният национален конкурс за студентско есе, организирано от клуб „Финанси“ към катедра „Финанси“ на ИУ-Варна. В настоящия брой на списанието публикуваме есето на Елена Петкова Бадалска, студент в ПУ „Паисий Хилендарски“, Пловдив, което спечели първо място в класирането.

През последните години финансовата задлъжнялост в глобален мащаб нараства с бързи темпове и привлича все по-сериозно вниманието на международните организации, поддържащи стабилността на финансовата система. Нарастването на световния дълг до рекордно високи нива създава опасност от нова финансова криза. И тук основателно идва мястото на въпроса: при настоящата рекордно висока задлъжнялост, ако се оправдаят притесненията от нова криза в близките години, дали тя също ще бъде „рекордна“ по своята тежест, обхват и последици?

Дали в условията на усложнена геополитическа обстановка високата задлъжнялост ще тласне света по дълговата спирала, водеща до рецесия и нова глобална финансова криза, е трудно да се предвиди с точност, но не би било неочаквано. Поради присъщата ѝ цикличност икономиката рано или късно ще забави своя растеж и ще тръгне надолу, а евентуалното ѝ „прегриване“ ще постави в риск от финансова нестабилност много държави, в които нивото на дълга е високо. Част от причините за бързото увеличаване на нивата на дълга са политиката на свръхликвидност и изгодните условия за заемане на парични средства, които се наблюдаваха след последната световна криза. Бъдещото затягане на парично-кредитната политика може да доведе до затруднено обслужване на задълженията, а в съвременния глобален свят финансовите сътресения в отделни икономики бързо биха се превърнали в световни такива.

При определянето на мащабите на задлъжнялостта в световен план се отчита натрупаният дълг от всички домакинства, правителства, финансовия и нефинансовия сектор. През третото тримесечие на изминалата година този дълг достигна най-високия си връх – 233 трилиона долара (към момента дори още по-висок), като най-голям дял от него имат правителствената и корпоративната задлъжнялост.

Нека на първо място очертаем предпоставките за големия ръст на задлъжнялостта. Да се върнем едно десетилетие назад до финансовата криза от 2008 г. и нейната роля за състоянието на икономиката днес. Поради голямата финансова глобализация, започналата през 2007 г. в Съединените щати криза не остава изолирано явление само там, а се превръща във финансово-икономическа криза, обхващаща целия свят. Тежките последици от нея изискват от правителствата и централните банки да предприемат спешни мерки, изразяващи се в монетарни и фискални стимули, насочени към динамизиране на икономиката.

В кризисния и следкризисния период от решаващо значение за възстановяване на растежа е провежданата от

правителствата фискална политика, изразяваща се в значително увеличаване на държавните разходи и намаляване на данъците. Целта на тези мерки е стабилизиране на финансовата система, създаване на по-голяма заетост и възвръщане на доверието на икономическите участници към пазара, но като последица от осъществяването им се натрупват бюджетни дефицити, които трябва да бъдат финансирани чрез дълг. Когато обаче значително нараства държавният дълг на една страна, се повишава и нейният кредитен риск и следователно кредиторите ще изискват по-голяма възвръщаемост, което създава реална опасност за страните с високи нива на задлъжнялост.

По отношение на големия ръст на финансова задлъжнялост в бизнеса като основна причина може да посочи понижаването на цената на кредитиране с цел създаване на условия за по-лесен достъп до заемни средства и насърчаване на инвестициите. Освен намаляването на лихвените проценти част от монетарните стимули са и количествените облекчения, с които се цели да се влеят „свежи“ пари на пазара и да се стимулира икономическата активност. Прилагайки политика на количествени облекчения, централните банки изкупуват дългови финансови инструменти и на практика увеличават паричното предлагане, а наличието на повече пари в обращение създава предпоставки за повишено търсене, стимулира производството и в крайна сметка се постига икономически растеж. Но световната икономика не може да поддържа този растеж безкрайно дълго, а голямото нарастване на кредитните пари повишава финансовия риск. Макар и плавно, нарастването на лихвените проценти ще затрудни в известна степен обслужването на дълговете, което създава опасност от несъбираемост на „лошите“ кредити и фалит на задлъжнели компании с проблемна ликвидност.

Евентуалното по-бързо нормализиране на паричната политика от централните банки чрез покачване на лихвените проценти би създавало сериозни последици за финансовата стабилност. Ръстът на лихвите в комбинация с бързото увеличаване на задлъжнялостта е важен сигнал за посоката на развитие на икономиката в глобален план. Съвсем скоро държавният дълг на най-голямата икономика в света – САЩ – достигна своя

исторически връх, подминавайки 21 трилиона долара, като само за последните шест месеца е нараснал с над 1 трилион. По-големи притеснения поражда не абсолютният му размер, а темпът, с който расте – националният дълг на САЩ се увеличава с 36% по-бързо в сравнение с ръста на икономиката на страната. Неизбежен е въпросът какво кара държавата непрекъснато да прави все повече и повече разходи и да трупа все по-голям дълг. Голяма

том 5, брой 1, май 2019

икономическа криза, банкови фалити, или пък тежка рецесия, която изисква фискални стимули? Всички тези събития биха го налагали, но през последните години не се наблюдава нито едно тях, напротив – икономиката върви все по-нагоре. Ако се продължи воденето на провежданата от кабинета на Тръмп фискална политика на намаляване на данъците и постоянно нарастване на държавните разходи, се очаква да се формират още по-големи дефицити и значително по-голям дълг. Данъчната реформа в Щатите може да окаже благоприятен ефект върху растежа в краткосрочен план, но в дългосрочен – създава заплахи от прегряване на икономиката и крие риск от нарастване на инфлацията и по-бързо затягане на паричната политика. Увеличаването на лихвения процент при тези нива на дълга ще направи разходите за изплащане на лихвите по него най-бързо растящата част от бюджета. Забавянето на ръста на икономиката и спадът в приходите са фактори, които ще предизвикат още по-ускорено нарастване на фискалните дефицити и дълга. Това е проблем, застрашаващ не само финансите на САЩ, но и тези на целия свят. Съединените щати са най-голямата икономика с най-развити финансови пазари, в които са концентрирани големи по обем капиталови ресурси и поради тази причина при настъпване на криза там, тя би засегнала, ако не всички останали, то поне повечето държави, подобно да последната кризата от 2007 – 2008 г.

За да се постигне устойчив икономически растеж, той трябва да се основава на реални инвестиции, а не на увеличаване на дълга. Прекомерното натрупване на дълг е една от ранните индикации за предстояща криза. Освен нивата на държания дълг тревога поражда и тези на корпоративната задлъжнялост. Политиката на свръхликвидност и рекордно ниските проценти през последните почти десет години дават достъп до парични средства и на невисоко надеждни кредитополучатели при сравнително ниски разходи. При необходимост от по-бързо повишаване на лихвените проценти от централните банки, това би създавало проблем за фирмите с висок ливъридж. Прекаленият оптимизъм при благоприятни условия за кредитиране, може да се окаже опасен, когато лихвите рано или

късно започнат да растат. Бързият темп на нарастване на дълга в някои региони може да причини разстройване на пазарите и цялостно забавяне на икономическото развитие. Сериозни притеснения поражда не само високата корпоративна задлъжнялост на САЩ, но и тази на втората най-голяма икономика – Китай. Стойността на дълга на нефинансовия сектор там представлява близо една трета от общия корпоративен дълг в световен мащаб. Ако не се положат усилия за ограничаване на ръста му, това може да създаде неприятности във финансовия сектор в бъдеще и да доведе до сериозни глобални последици.

Още един удар върху макроикономическата и финансовата стабилност може да нанесе по-сериозната промяна на бремето на дълга за домакинствата. Ако инфлация-

та се повиши по-бързо и принуди централните банки да ускорят покачването на лихвените проценти, резултатът ще е не само затруднено обслужване на кредитите, но и намалена покупателна способност, което ще свие потреблението и ще доведе до икономически и социални вреди.

Въпреки че засега икономическият растеж продължава своето движение нагоре, въпросът не е дали, а кога ще поеме към низходящата фаза на цикъла. Подготвени ли са обаче икономиките да посрещнат нова криза, особено ако тя се случи внезапно? Ако насочим фокуса си към европейската икономика, изглежда, че тя не разполага с решения за справяне с бъдещ шок – данъците в повечето европейски страни (с малки изключения) са на най-високите си нива, а лихвените проценти са нулеви. В отделни държави нормализирането на монетарната политика ще създаде тревоги по отношение на справянето с високите равнища на държания дълг, а също така и за уреждането на редица дългови отношения в банковата сфера. Типичен пример за това е Италия, където е сериозен проблемът със слабата банкова система и високия процент на лошите кредити. Това не означава, че само банките в Европа срещат трудности с липсата на мерки за незабавен отговор в случай на криза. Оптимизмът на лесните пари и може би закъснялата промяна на монетарната политика са оставили света неподготвен за непосредствена реакция.

Но какво могат да предприемат правителствата и централните банки, за да спрат нарастването на дълга, който и без друго вече достига рекордни стойности? Платим ли е изобщо този дълг? Изглежда светът не взема поуки от миналото и много бързо забравя събитията и факторите, станали причина за предишни кризи. Преди десет години именно

високата задлъжнялост отключва процесите, довели до най-тежката рецесия от Голямата депресия до днес. Дали този път последствията ще са различни? Малко вероятно е. Колко различни могат да са след като винаги прекомерното кредитиране приключва зле? Независимо дали е правителствен, корпоративен, банков или дълг на домакинствата, натрупването му в големи размери неизменно носи сериозен риск за всички участници в икономиката. При променящите се вече условия може да се стигне до потискане на икономическия растеж и потрудно изпълняване на задълженията, а фалитите на неплатежоспособни длъжници са заплаха и за кредиторите. Бурното кредитиране води до значително нарастване на цените на активите над реалистичните им равнища и когато икономиката регулярно поеме по своя курс надолу, рано или късно се стига до срив на пазара.

Всяка следваща криза може да намери своя аналог в историята и има индикатори, които повтарящо се съпътстват икономическото развитие преди настъпването на нова такава. Един от тях е точно нарастващата задлъжнялост. В днешно време е немислимо отсъствието на кредитиране, но трябва да се търси разумен баланс, защото съществуват немалко примери в подкрепа на огромните

том 5, брой 1, май 2019

по тежест последици на дълговите затруднения. Световният дълг несъмнено ще изиграе своята роля за следва-

щото финансово-икономическо сътресение, но какви ще са мащабите му тепърва предстои да разберем.