

Тема 5

Капиталов пазар: инструменти и институции

5.1 Капиталов и паричен пазар: сравнителни характеристики

Капиталовият пазар е този сегмент на финансовите пазари, на който се търгуват финансови инструменти с оригинален матуритет по-голям от една година. Обикновено се приема, че той изпълнява три базисни функции:

1. Създава атрактивни инструменти, чрез които се акумулират дългосрочните спестявания в икономиката;
2. Насочва акумулираните средства към финансиране на най-рентабилните инвестиционни проекти на бизнеса и инфраструктурни проекти на централната и местните власти;
3. Формира външен пазарен механизъм, чрез който се осъществява ефективен контрол върху мениджърите на публично търгуваните компании.

Поради важността на изпълняваните функции се счита, че капиталовият пазар стои в основата на растежа на всяка съвременна икономика. Следващата мисъл на Нобеловия лауреат по икономика за 2001 г. Джоузеф Стиглиц, илюстрира добре мястото и значимостта на капиталовите пазари: *"Ако сърцевината на капитализма е капиталът, то сърцевината на добре функциониращата капиталистическа икономика са добре работещите капиталови пазари"*¹.

С цел по-голяма обвързаност и яснота на материала, е логично основните характеристики на капиталовия пазар да бъдат представени на основата на сравнителен анализ с тези на паричния пазар. *Първо*, на паричния пазар инвеститорите разполагат с временни (краткосрочни) излишъци, докато на

¹ Цит. по: Miller, J., S. Petranov. *The Financial System in the Bulgarian Economy*. Bulgarian National Bank Discussion Papers, DP/19/2001, p. 6.

капиталовия пазар - с дългосрочни спестявания. Освен това, емитентите (заемателите) на паричния пазар търсят краткосрочни фондове с цел регулиране на своята ликвидност, докато емитентите на капиталовия пазар се нуждаят от дългосрочни капитали с цел финансиране на инвестиционни или инфраструктурни проекти.

Второ, капиталовият пазар е много по-рисков от паричния поради следните три причини: (1) по-дългия матуритет на финансовите инструменти; (2) големия риск на самите инвестиционни проекти на корпорациите; (3) емитентите на ценни книжа, търгувани на капиталовия пазар, не са корпорации и финансови институции с първокласен кредитен рейтинг, каквито по принцип са емитентите на паричния пазар.

Трето, участниците на паричния пазар (като банки, небанкови институции и нефинансови корпорации) в различни моменти от време оперират от двете страни на пазара, докато участниците на капиталовия пазар са по-ясно диференцирани в качеството им на търсещи и предлагащи фондове, както е видно от табл. 5.1.

Таблица 5.1

Участници на капиталовия пазар

Търсещи дългосрочни фондове (емитенти)	Предлагащи дългосрочни фондове (инвеститори)
<ul style="list-style-type: none"> • Правителство (съкровищни облигации) • Местни органи на власт (муниципални облигации) • Корпорации (корпоративни облигации и акции) 	<ul style="list-style-type: none"> • Индивидуални инвеститори • Институционални инвеститори: <ul style="list-style-type: none"> - Застрахователни компании - Частни пенсионни фондове - Взаимни фондове - Търговски банки

Освен това на капиталовия пазар в ролята на емитенти участват много по-широк кръг корпорации, чийто рейтинг се оценява не само като висок (първокласен), но и като среден и задоволителен. От гледна точка на инвеститорите следва да се отбележи, че в последните години значително намалява ролята на

индивидуалните и се увеличава тази на институционалните инвеститори. Това е една глобална тенденция, наречена още институционализация на инвестиционния процес на капиталовите пазари.

Четвърто, на паричния пазар се търгуват само дългови инструменти, докато на капиталовия - както дългови инструменти (облигации), така и дялови инструменти (акции). Освен това, по-голямата част от сделките на паричния пазар са *касови* (spot), докато на капиталовия пазар се сключват както касови, така и *срочни* (forward) сделки, което предопределя спекулативния им характер. Това от своя страна диктува необходимостта от създаването на инструменти и техники за защита от рисковете, генетично присъщи на спекулативните пазари. В тази дейност са специализирани пазарите на деривати, каквито в частност са пазарите на финансови фючърси, опции и суапи. Оттук инструментите на капиталовия пазар могат да се подразделят на две групи: (1) базисни инструменти, каквито са облигациите и акциите, плащанията по които зависят от финансовото състояние и перспективите пред техния издател; и (2) деривативни (производни) инструменти, осигуряващи плащания (доходи), намиращи се в зависимост от цените на ценните книжа, върху които са базирани.

Пето, по-голямата част от инструментите на паричния пазар се емитират без да е необходимо разрешението на регулиращия орган (централната банка). Освен това, много често емитентите сами реализират книжата си на първичния пазар. Противоположно на това, инструментите на капиталовия пазар се създават по определена процедура и липсват гаранции, че всеки един емитент ще получи разрешение да започне да реализира книжата си на първичния пазар. Въпросната процедура включва следните етапи: (1) избор на инвестиционен посредник от страна на емитента, с цел консултиране, относно оптималната схема за финансиране на съответния проект; (2) съставяне на проспект на емисията, който се депозира в органа, регулиращ капиталовия пазар (в България това е Комисията

за финансов надзор - КФН); (3) след даването на "зелена улица" от страна на Комисията, инвестиционният посредник формира т.нар *помен синдикат* (underwriting syndicate), състоящ се от още няколко посредника, които като търговци на едро изкупуват цялата емисия от емитента; (4) всеки член на инвестиционния синдикат формира група за продажби на дребно, състояща се от брокерски къщи, които препродават ценните книжа до крайните инвеститори. Целта, преследвана с горната процедура е да се осигури максимално възможна защита на инвеститорите в ценни книжа.

Шесто, както първичните, така и вторичните парични пазари са организирани и функционират като извънборсови. Капиталовите пазари са както извънборсови, така и борсови. По-конкретно, първичните пазари на акции и облигации по принцип са извънборсови. Вторичният пазар на облигации също е извънборсов, с изключение на част част от корпоративните облигации, за които е борсов. Вторичните пазари на обикновени акции, както и пазарите на финансови деривати са предимно борсови. В следващото каре се изяснява защо обикновените акции са най-типичните борсови ценни книжа.

Борсата като специфична пазарна институция възниква за търговия със стоки, за които е присъщо съчетаването на няколко качества: масовост, стандартност, взаимозаменяемост и непредсказуемост на цените. Най-важното качество обаче е последното. Масови, а по тази причина стандартни и взаимозаменяеми стоки има много, но с тях се търгува на панаири, тържища, изложби, бази за търговия на едро и др. Някои уникални стоки, като произведенията на изкуството например, чиито цени са непредсказуеми и неопределени се купуват и продават на специализирани аукциони. Аукционите обаче са т.нар. аристократи на пазара, до които има достъп само изискана публика, докато борсата е демократична институция. За борсовите стоки като зърно, метали, нефт е характерна зависимост на цените от фактори, които не се поддават предварително пресмятане. Търговците на такива стоки се стремят да се съберат на едно място, за да могат да се доберат до повече информация, отразяваща се в цените на стоките. Такива места получават наименованието - борса. В лицето на обикновените акции пазарът получава най-борсовата си стока, отговаряща в най-пълна степен на посочените по-горе качества.